BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Programa Macroeconómico 2019-2020

Junta Directiva

Presidente

Rodrigo Cubero Brealey

Ministra de Hacienda

María del Rocío Aguilar Montoya

Directores

Miguel Cantillo Simón

Silvia Charpentier Brenes

José Francisco Pacheco Jiménez

Martha Eugenia Soto Bolaños (Vicepresidenta)

Max Alberto Soto Jiménez

ÍNDICE

1. PRESENTACIÓN 1
2. RESUMEN: LA ECONOMÍA COSTARRICENSE EN EL 2018 Y PERSPECTIVAS PARA EL 2019 Y 2020 4
3. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2018 10
3.1. Economía internacional 10
3.2. Economía nacional 13
3.2.1. Inflación 13
3.2.2. Actividad económica y empleo 15
Recuadro 1. Impacto sobre la producción de la huelga en el sector público en 2018 16
3.2.3. Balanza de pagos 22
3.2.4. Finanzas públicas 24
3.2.5. Agregados monetarios, crédito, tasas de interés y tipo de cambio 27
3.2.5.1. Agregados monetarios y crediticios 27
3.2.5.2. Política monetaria y tasas de interés 30
3.2.5.3. Mercado cambiario 31
4. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2019-2020 33
4.1. Objetivos y medidas de política 33
4.2. El contexto internacional en 2019-2020 34
4.3. Costa Rica: Proyecciones macroeconómicas 2019-2020 36
4.3.1. Inflación 36
Recuadro 2. Efecto de la introducción del Impuesto al Valor Agregado sobre el Índice de Precios al Consumidor 37
4.3.2. Crecimiento e ingreso disponible 39
Recuadro 3. Proyecciones de inversión en obra pública (nuevas construcciones) 43
Recuadro 4. El multiplicador fiscal en Costa Rica y el impacto del ajuste fiscal sobre el crecimiento económico 44
4.3.3. Balanza de pagos 48
4.3.4. Proyecciones fiscales 50
Recuadro 5. Estimación del ajuste fiscal asociado a la Ley 9635 y de las medidas administrativas complementarias 51
4.3.5. Agregados monetarios y crediticios 52
4.4. Análisis de riesgos 54
Recuadro 6. Implicaciones macroeconómicas de que el Gobierno no cuente con autorización legislativa para colocar bonos en el mercado internacional 55
5. ANEXOS 58
5.1. Mecanismos de transmisión de la política monetaria 58
5.2. Seguimiento de los riesgos Programa Macroeconómico 2019-2020 61

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2019-2020[1]

1. PRESENTACIÓN

A nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, me complace poner a su disposición el Programa Macroeconómico correspondiente al período 2019-2020[2]. Este documento ha sido preparado por los equipos técnicos del Banco Central, y cuenta con la aprobación de su Junta Directiva.

La programación macroeconómica es un ejercicio mediante el cual, con la información disponible, el Banco Central establece sus proyecciones macroeconómicas, reconsidera el rango para su meta de inflación y plantea los lineamientos de política monetaria que ha de seguir para el cumplimiento de esa meta. Este ejercicio requiere de un diagnóstico de la situación económica interna y externa y toma en cuenta las características de la economía costarricense que influyen sobre la transmisión de la política monetaria y el cumplimiento de la meta de inflación[3].

En enero de 2018, el Banco Central adoptó formalmente el esquema de metas de inflación, como marco para la conducción de su política monetaria[4], y ratificó su meta inflacionaria de largo plazo, de 3% ± 1 punto porcentual (p.p.)[5]. El Programa Macroeconómico 2019-2020 mantiene esa meta, que es consecuente con el objetivo fundamental del Banco Central, basado en el artículo 2 de su Ley Orgánica, de mantener una inflación baja y estable.

Una inflación baja y estable contribuye al logro de la estabilidad macroeconómica, que a su vez promueve el crecimiento económico y la generación de empleo, y redunda en una mejora en el bienestar de la población. En particular, una inflación baja y estable:

[1] Aprobado mediante artículo 6, del acta de la sesión 5861-2019, del 25 de enero de 2019.
[2] De acuerdo con lo dispuesto en el literal b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558), en enero de cada año esta entidad presenta la programación macroeconómica bianual. El presente documento atiende, además, lo indicado en el literal f) del artículo 14 de la Ley 7558, que establece la publicación de un informe semestral sobre la economía costarricense.
[3] En el Anexo 5.1 se presenta el análisis de coherencia de las proyecciones contempladas en este Programa Macroeconómico. Mayor detalle en "El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio", DIE-08-2008.
[4] En el 2005, el Banco Central empezó a introducir cambios en su gestión, en procura de ir cumpliendo gradualmente con las condiciones para adoptar formalmente este esquema. Ver "Adopción del esquema de meta de inflación en Costa Rica". Documento de trabajo 001-2018.
[5] El indicador sobre el que se establece y mide la meta de inflación es la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor. El rango de tolerancia reconoce que la inflación presenta volatilidades que pueden resultar de variaciones en precios relativos fuera del control del Banco Central y cuyo impacto suele ser transitorio.

i) Protege el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares, especialmente el de los grupos con menores niveles de ingreso, que tienen menos acceso a instrumentos financieros que les resguarden de los efectos de la inflación. De esta forma, una inflación baja y estable contribuye a reducir la desigualdad.

ii) Facilita el cálculo económico, al reducir la incertidumbre sobre el comportamiento actual y futuro de los precios relativos, y con ello facilita la toma de decisiones de consumo, ahorro e inversión. Esto, a su vez, promueve la asignación eficiente de los recursos productivos, con efectos positivos sobre el nivel de actividad económica y el crecimiento potencial de la economía[6].

iii) Crea un entorno favorable para que otras políticas públicas e iniciativas privadas alcancen resultados coherentes con una mayor eficiencia, equidad, generación de empleo y bienestar económico.

Para cumplir con ese objetivo dentro de un régimen de metas de inflación, el Banco Central adopta sus decisiones de política monetaria con base en el análisis de la coyuntura macroeconómica, la evolución prevista de las principales variables macroeconómicas, y su pronóstico de inflación. Si identifica riesgos de que ese pronóstico se desvíe de la meta de inflación en los siguientes 18 meses, que es el rezago con en el que opera la política monetaria, y que ese desvío no responde a choques transitorios, especialmente de oferta, procederá a modificar su postura monetaria, en particular, su Tasa de Política Monetaria (TPM).

El compromiso con una inflación baja y estable es medular para mantener las expectativas de precios ancladas dentro del rango meta de inflación, lo cual implica un esfuerzo continuo de comunicación. Por ello, y para cumplir con un deber de rendición de cuentas al país, el Banco Central mantendrá un flujo activo de información al público (comunicados de prensa, informes y estadísticas), en que se explique lo que hace, cómo lo hace y por qué lo hace.

[6] Inflaciones altas suelen también ser más variables. Así, los agentes económicos deben dedicar más tiempo a la búsqueda de mecanismos para protegerse de la inflación. Además, la incertidumbre que genera una inflación alta y variable puede afectar negativamente la rentabilidad esperada de la inversión, y por tanto el crecimiento económico de largo plazo. Finalmente, tasas de inflación altas y variables implican que los precios relativos de bienes y servicios pierden su contenido informativo sobre la escasez o abundancia relativa de factores, en detrimento de una asignación eficiente de los recursos.

Claro está que mantener una inflación baja y estable es condición necesaria, pero no suficiente, para el crecimiento económico sostenido, la generación de empleo y la reducción de la pobreza. También es indispensable mantener y afianzar la estabilidad financiera, otro objetivo dado al Banco Central en su Ley Orgánica, y para cuyo cumplimiento coordina esfuerzos con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y con las superintendencias del ramo. Y es necesario contar también, entre otras condiciones, con finanzas públicas sostenibles en el largo plazo, y con un marco institucional claro y transparente que promueva el desarrollo y profundización del sistema financiero, la educación y la inclusión financieras, la inversión, la innovación, el aumento de la productividad y una distribución equitativa de las oportunidades. El Banco Central contribuirá a promover esos fines mediante medidas de política o su participación en el debate público, según corresponda dentro de los límites legales de su esfera de competencia, y manteniendo la consecución de una inflación baja y estable como su objetivo central.

Rodrigo Cubero Brealey
Presidente

2. RESUMEN: LA ECONOMÍA COSTARRICENSE EN EL 2018 Y PERSPECTIVAS PARA EL 2019 Y 2020

La economía costarricense se ha caracterizado por una inflación baja en los últimos cuatro años, con tasas menores al 4% desde febrero de 2015. Este es el mayor período de inflación baja consecutiva desde 1967[7].

En la última década el Banco Central condujo su política monetaria y cambiaria en un contexto de marcado deterioro fiscal, caracterizado por la expansión continua del déficit financiero del Gobierno Central y de la deuda pública como porcentaje del producto interno bruto (PIB), en una trayectoria claramente insostenible.

En el bienio 2017-2018, la situación fiscal y el financiamiento del Gobierno Central se tornaron particularmente difíciles, y contribuyeron a generar un clima de incertidumbre que, junto con un entorno externo menos favorable, resultó en una desaceleración económica.

Varios factores externos tendieron a afectar el desempeño de la economía costarricense en el 2018: a) la gradual "normalización[8]" de la política monetaria en naciones avanzadas y el consecuente aumento en las tasas de interés internacionales, que ha motivado una salida de capitales desde los mercados emergentes; b) el incremento en los precios de materias primas, principalmente de hidrocarburos[9] y que contribuyó, en buena medida, al deterioro de 2,7% en los términos de intercambio del país; c) la disputa comercial entre China y Estados Unidos, que introdujo tensiones en los mercados financieros; y d) la situación política y social en Nicaragua, con un efecto negativo sobre el intercambio comercial de Costa Rica con ese país y el resto de la región centroamericana.

Si bien esos factores externos perjudicaron el desempeño económico del país, el Banco Central estima que las circunstancias que afectaron en mayor medida el crecimiento económico fueron de origen interno, y en particular: el deterioro de la situación fiscal, la dificultad en lograr un acuerdo para dar solución al problema estructural de las finanzas públicas y la huelga convocada por algunos sindicatos del sector público en contra de la aprobación legislativa de la reforma fiscal. Estos hechos resultaron en una alta incertidumbre y en la posposición de decisiones de inversión y consumo, en la presión al alza sobre las tasas de interés domésticas y la exigencia de mayores premios financieros por adquirir deuda del Gobierno, en

[7] En los 59 meses entre febrero de 1963 y diciembre de 1967 la inflación estuvo por debajo de 4%.
[8] Esta "normalización" se entiende como el abandono paulatino de medidas de política monetaria no convencionales aplicadas por algunas economías avanzadas después de la crisis financiera de 2008, como la compra de activos financieros por parte del banco central y tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos por un periodo prolongado.
[9] El precio promedio del cóctel de hidrocarburos que importa el país subió 24,7% en el 2018 como un todo, aunque bajó 10,3% en el último bimestre con respecto al costo medio de los 10 meses previos.

una relativa dolarización del ahorro financiero y en una marcada desaceleración en la colocación de crédito al sector privado.

En resumen, del desempeño macroeconómico de Costa Rica en 2018 sobresalió lo siguiente:

1. En diciembre la inflación general anual, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue 2,0%, y por 15 meses consecutivos ha estado contenida en el rango meta. Por su parte, el promedio de los indicadores de inflación subyacente que calcula el Banco Central se ubicó en 2,3%. Esos indicadores reflejan las presiones de demanda agregada sobre los precios y atenúan o aíslan la influencia de factores estacionales y climáticos.

2. El crecimiento económico, medido por la variación real del producto interno bruto (PIB), se estima en 2,7% en el 2018. Esto marcaría una desaceleración considerable en relación con el 3,4% de crecimiento alcanzado en el 2017. Por componentes del gasto, la desaceleración se observó tanto en el consumo de los hogares como del Gobierno General, y fue parcialmente mitigada por el incremento en la demanda externa de bienes, particularmente, de dispositivos médicos. Uno de los principales factores que contribuyeron a esa desaceleración fue la huelga de funcionarios públicos en los últimos meses de 2018, y cuyo impacto negativo total (directo e indirecto) sobre el crecimiento económico se estima en 0,4 p.p.

3. Las operaciones del país con el resto del mundo resultaron en un déficit en cuenta corriente equivalente a 3,1% del PIB, similar al de 2017. Como ha sido característico desde el 2015, el superávit en exportaciones netas de servicios superó el déficit comercial de bienes, consecuente con el cambio en la estructura productiva y exportadora del país.

   Los flujos financieros al país contribuyeron a financiar el déficit en la cuenta corriente en 2018 y permitieron una acumulación de activos de reserva, cuyo saldo alcanzó a representar el 12,5% del PIB (12,3% en 2017). Entre los flujos financieros destacaron, una vez más, los relacionados con la inversión directa, equivalente a 4,5% del PIB en 2018.

4. Según cifras preliminares a diciembre de 2018, el déficit financiero del Sector Público Global Reducido representó 4,9% del PIB, 0,4 p.p. inferior al registrado en igual periodo de 2017. Este resultado reflejó el mayor superávit de la muestra de entidades del resto del sector público no financiero y la mejora en las finanzas del Gobierno Central.

En particular, el déficit acumulado del Gobierno Central en 2018 fue equivalente a 6,0% del PIB (6,1% en 2017). El déficit primario, por su parte, se redujo a 2,4% del PIB (desde 3,0% en 2017), lo que evidencia el efecto de las medidas de contención del gasto adoptadas en la segunda mitad de 2018 por el Ministerio de Hacienda, así como los rendimientos de la amnistía tributaria prevista en la Ley 9635 (estimados en 0,2% del PIB en 2018). A pesar de ello, la razón de la deuda del Gobierno a PIB pasó de 48,7% en 2017 a 53,6% un año después.

La trayectoria creciente de la deuda pública y la incertidumbre sobre la resolución del problema fiscal incidieron de manera directa en la gestión de financiamiento de la Tesorería Nacional, que tuvo que incrementar en los últimos meses del año las tasas de interés ofrecidas para lograr cubrir sus necesidades de financiamiento, ampliar los mecanismos de captación interna, en especial con los contratos de colocación en moneda extranjera, y aplicar un programa de canjes de deuda.

5. En materia cambiaria se identifican tres episodios a lo largo de 2018: a) en el primer semestre se observó una relativa estabilidad; b) entre julio y noviembre hubo tensiones cambiarias y el Banco Central intervino con ventas de divisas para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y para atender los requerimientos del sector público no bancario (SPNB); y c) en diciembre la presión cambiaria disminuyó, debido a que las "ventanillas" de los intermediarios registraron superávit, las expectativas de variación cambiaria se movieron a la baja, el Gobierno cambió por colones en el Banco Central parte de los recursos en moneda extranjera recibidos en ese mes, y el Banco Central pudo restituir en el mercado parte de las divisas vendidas al SPNB en meses previos, todo lo cual favoreció la recuperación del nivel de reservas internacionales. En este contexto, el tipo de cambio promedio del Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) registró al cierre del año una variación interanual de 6,9% (2,5% en 2017).

6. Los agregados monetarios y crediticios crecieron por debajo de lo previsto en la programación macroeconómica del BCCR. A manera de referencia, la liquidez total y el crédito al sector privado crecieron en torno a 2,7% y 3,5%, respectivamente. Por lo tanto, desde el punto de vista monetario no se incubaron presiones inflacionarias de demanda. Los agentes económicos mostraron preferencia por instrumentos de ahorro altamente líquidos y en moneda extranjera, lo cual guarda coherencia con la mayor incertidumbre percibida durante el año.

   El lento crecimiento del crédito al sector privado refleja en parte la menor demanda por crédito, en virtud de la desaceleración económica y la incertidumbre prevaleciente. Además, continuó el proceso gradual de colonización del crédito iniciado en el 2004: al finalizar el 2018 la participación de la moneda extranjera se ubicó en torno a 40%. Sin embargo, aún persisten

riesgos para la estabilidad del sistema financiero, en el tanto cerca del 70% de la cartera en dólares ha sido concedida a agentes económicos cuya principal fuente de ingresos es en colones.

7. Las tasas de interés de mercado mostraron un comportamiento mixto: por una parte las tasas de depósitos se mantuvieron relativamente estables, dada la desaceleración de la demanda por crédito, mientras que las tasas de la deuda del Gobierno mostraron una tendencia al alza ante la difícil situación fiscal. De manera similar, las tasas activas de interés aumentaron en 2018, lo cual también incidió en la desaceleración del crédito al sector privado.

8. Consecuente con la difícil situación fiscal y la mayor incertidumbre, el sistema financiero reflejó tensiones en sus distintos mercados de negociación (cambiario, liquidez y deuda), especialmente en el segundo semestre. Por su parte, los indicadores bancarios mostraron un deterioro en la mora crediticia.

La aprobación y entrada en vigencia de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) en diciembre pasado disminuyó esa incertidumbre. Se estima que, de ser aplicadas estrictamente sus disposiciones, esta ley permitirá restablecer gradualmente la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo[10]. Además, en el corto plazo la aprobación de esa ley y las medidas administrativas que la complementan (en materia recaudatoria, control del nivel y calidad del gasto público y gestión de la deuda) contribuirán a restaurar la confianza de ahorrantes locales y externos sobre la capacidad del Gobierno para honrar sus obligaciones y, de esta forma, permitirían el acceso a los recursos financieros requeridos para alcanzar en forma ordenada el ajuste fiscal.

Se estima que la restauración de la confianza también redundará en un impulso al consumo, la inversión y el crédito, con efectos positivos sobre el crecimiento económico y el empleo.

Bajo este panorama y en un contexto externo para 2019-2020 en que se proyectan tasas moderadas de crecimiento para nuestros principales socios comerciales, menores precios de las materias primas que importa el país con respecto al promedio de 2018, y una continuación de la “normalización” de la política monetaria en economías avanzadas, el Banco Central presenta su Programa Macroeconómico 2019-2020. De las proyecciones macroeconómicas destaca lo siguiente:

[10] Para mayor detalle, consultar el criterio del Banco Central sobre el proyecto de ley, posteriormente aprobado como Ley 9635 (https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/noticias/Documentos%20compartidos/BCCR-Criterio_expediente_20580.pdf).

1. La inflación se ubicaría dentro del rango meta, que se mantiene en 3% ± 1 p.p., y por debajo o en torno a su valor central. Esta proyección contempla el efecto de la aplicación del Impuesto al Valor Agregado, así como el efecto favorable de menores precios de materias primas en el 2019 (choque favorable de términos de intercambio).

2. La actividad económica crecería, en términos reales, 3,2% en 2019 y 3,0% en el 2020, comparado con el 2,7% estimado para el 2018. Estas tasas se ubican por debajo del crecimiento potencial estimado para Costa Rica por el Banco Central (alrededor de 3,5%).

   Por componentes del gasto, se estima que la demanda interna lideraría esa aceleración, en especial por el aporte del consumo (público y privado) y la inversión pública. Lo anterior es congruente con la reducción de la incertidumbre y la recuperación de la confianza como consecuencia de la aprobación de la reforma fiscal en diciembre de 2018, la mejora proyectada en los términos de intercambio, y la implementación de un fuerte programa de inversión pública. Además, el efecto "rebote" por la recuperación del consumo del Gobierno que se perdió en 2018 como consecuencia de la huelga explica 0,3 p.p. del crecimiento proyectado para 2019.

3. En el bienio 2019-2020, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuiría a 2,9% y 2,8% del PIB, respectivamente y, al igual que en años anteriores, su financiamiento sería atendido con pasivos de inversión directa. El saldo de RIN se ubicaría alrededor de 14,2% del PIB en 2019 y 12,9% en 2020 (12,5% en 2018).

4. El déficit financiero del Gobierno Central se proyecta en 6,2% del PIB en 2019 y 5,8% en 2020 (5,5% y 5,2% para el Sector Público Global Reducido, respectivamente). El déficit primario seguiría cayendo, como lo hizo en el 2018. Estas proyecciones incorporan el efecto de las medidas contenidas en la Ley 9635. Además, este Programa supone que el Gobierno podrá colocar bonos de deuda en los mercados internacionales, en el bienio 2019-2020, hasta por *USD* 1.500 millones, cada año.

   Dado el peso del servicio de la deuda y la gradualidad que contempla la reforma fiscal (su rendimiento se materializaría fundamentalmente en el mediano plazo), en los próximos años la razón de deuda a PIB mantendrá su tendencia creciente y las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno continuarán siendo altas.

   En vista de ello, el acceso al financiamiento externo permitiría, en esa transición, reducir el costo de la deuda para los sectores público y privado, mejorar la

estructura de la deuda pública, afianzar la estabilidad macroeconómica, y promover el crecimiento económico y el empleo.

5. El ahorro financiero aumentaría 8,5% y 7,4% en 2019 y 2020, respectivamente, valores consecuentes con el nivel de actividad económica previsto, la meta de inflación y el proceso gradual de profundización financiera en el país.

   Dado lo anterior, la disponibilidad de recursos prestables en el sistema financiero llevaría a un crecimiento del crédito al sector privado de 4,9% en 2019 y 5,5% un año después (un aumento moderado comparado con el 3,5% en 2018).

Estas proyecciones macroeconómicas parten de la mejor información disponible a enero de 2019. El Banco Central reconoce que existen riesgos externos e internos que, de materializarse, podrían generar desvíos en estas previsiones.

Entre los principales riesgos externos para las proyecciones destacan: a) una "normalización" más fuerte de la esperada en la política monetaria en naciones avanzadas, y consecuentemente un mayor aumento en las tasas de interés internacionales; b) un aumento en la volatilidad y la aversión al riesgo en mercados financieros internacionales, que implicaría una salida de capitales desde mercados emergentes; c) un recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y otras grandes economías; d) un agravamiento de la crisis socio-política que experimenta Nicaragua desde el segundo trimestre del 2018; y e) precios internacionales de materias primas por encima de los previstos, que reducirían el ingreso disponible de los costarricenses y presionarían al alza la inflación.

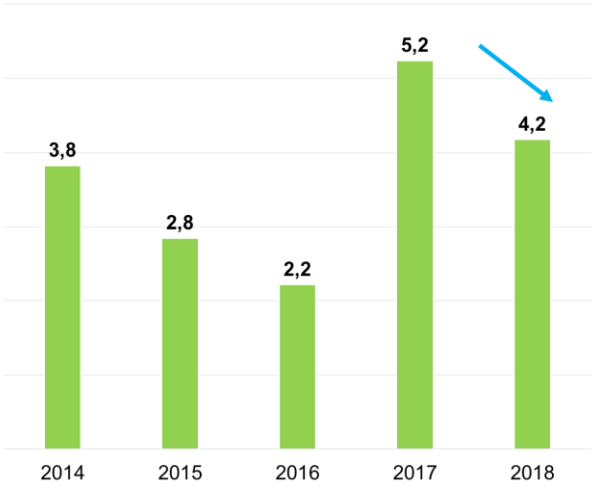
Por su parte, los principales riesgos internos en el horizonte de pronóstico estarían relacionados con: a) la ausencia de aprobación legislativa de los proyectos que complementan la Ley 9635, y en particular de los proyectos de apoyo financiero externo, lo cual presionaría al alza las tasas de interés domésticas, aumentaría la incertidumbre en los mercados, y redundaría en un menor crecimiento y menor generación de empleo; b) renovadas tensiones sociales (huelgas), con un efecto negativo sobre el crecimiento económico; y c) choques de oferta de origen interno asociadas a condiciones climáticas adversas.

3. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2018

3.1. Economía internacional

Contrario a la mejora registrada en el 2017 y hasta inicios del 2018, la actividad económica global perdió impulso durante el segundo semestre de 2018, ante la desaceleración de la producción industrial, el comercio y la confianza empresarial (Gráfico 1). Así, el crecimiento mundial bajó a 3,7% en 2018 (3,8% en 2017).

Gráfico 1. Comercio mundial de bienes y servicios en volumen
Variación % anual



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2018.

La economía de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, creció 3,4% en términos anualizados en el tercer trimestre de 2018, por debajo del crecimiento de 4,2% del trimestre previo, principalmente por el menor aporte de las exportaciones netas, aunque se mantiene por encima del nivel potencial (1,8%)[11]. De manera similar, en el tercer trimestre de 2018 la zona del euro registró una variación interanual de 1,6% (2,2% el trimestre previo), debido al menor impulso de la demanda externa. Con ello, acumula cuatro trimestres consecutivos a la baja.

De las economías emergentes y en desarrollo, destacó la desaceleración en China (6,4% anual en el cuarto trimestre, 0,1 p.p. inferior al observado el trimestre anterior), explicada por una reducción en el consumo, y la recuperación de la economía brasileña (1,3% en el tercer trimestre en relación con 0,9% del trimestre anterior).

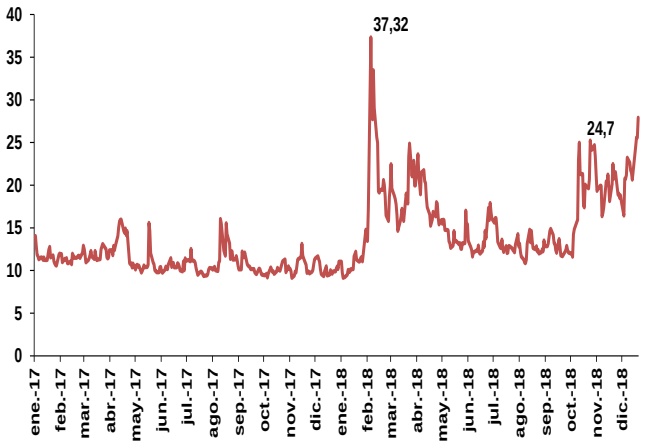
[11] Esta tasa de crecimiento potencial para la economía de Estados Unidos fue estimada para el periodo 2015-2020, por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. "*US Economy in a Snapshot*", diciembre de 2018.

La inflación interanual promedio de los principales socios comerciales de Costa Rica alcanzó en noviembre 2,7%, mayor en 0,2 p.p. al registrado durante igual período de 2017 y 0,5 p.p. superior a la tasa media de inflación local (2,2%)[12]. El impulso a la inflación a nivel mundial en 2018 fue dado por el aumento en el precio del petróleo y otras materias primas. Sin embargo, la inflación subyacente se ha mantenido a tasas moderadas.

En este entorno de crecimiento económico moderado e inflación mundial con tendencia al alza y subyacente contenida, en 2018 continuó la "normalización" gradual de la política monetaria en algunas economías avanzadas. En efecto, destacó una política menos laxa en EUA en 2018, ante la decisión del Comité Federal de Mercado Abierto de aumentar en cuatro ocasiones el rango de su tasa de interés para ubicarlo en [2,25% - 2,5%]. Además, continuó con el ajuste gradual en su balance mediante la venta de activos, iniciada en octubre de 2017. En la zona del euro, el Banco Central Europeo mantuvo la tasa de interés de referencia en 0% y finalizó el programa de compra de activos en diciembre de 2018.

En congruencia con el endurecimiento continuado de la política monetaria en economías avanzadas , las tasas de interés internacionales mostraron una tendencia al alza a lo largo del año, pero sin registrar los niveles observados hace 10 años[13].

Gráfico 2. Índice de volatilidad financiera: VIX



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

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

Los mercados financieros internacionales registraron mayor volatilidad en 2018 que en el año previo (Gráfico 2). Entre los eventos que generaron tensión, particularmente en el segundo semestre, destacan las perspectivas de menor crecimiento mundial, la disputa comercial entre EUA y China y problemas geopolíticos en ciertas naciones.

[12] Por su parte, la brecha entre esta última y la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales (estimada en 3,0%) fue en promedio de -0,8 p.p.

[13] En el 2018 la tasa Prime y la Libor a 6 meses aumentaron 1 p.p. y la tasa de los bonos del Tesoro de EUA a 6 meses aumentó 0,9 p.p.

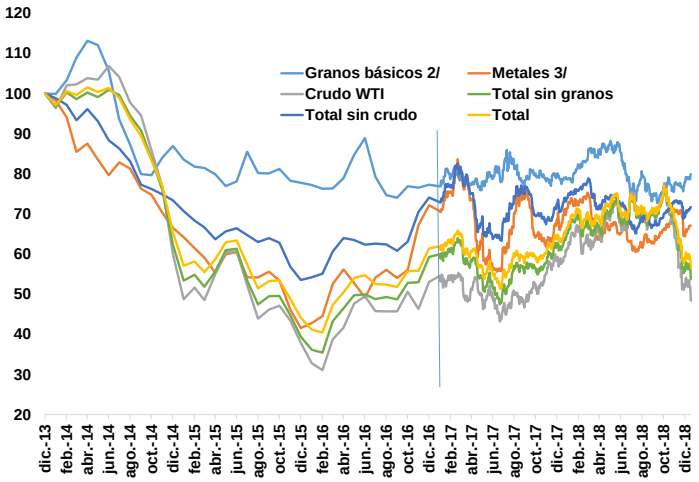
El VIX, un indicador de variabilidad de precios en los mercados financieros, construido a partir de la volatilidad implícita en las opciones de acciones, tuvo en el 2018 un nivel medio de 16,7 puntos (11,1 puntos en el año previo). El comportamiento de este indicador se reforzó con la tendencia a la baja de los índices accionarios como el S&P 500 para EUA y el índice mundial MSCI (Morgan Stanley Capital International) desde febrero de ese año.

Por otra parte, en el 2018 el precio medio del crudo West Texas Intermediate (WTI) aumentó 27,2% respecto al del año previo. Si bien no hubo cambios en el valor medio entre el primer y segundo semestre del año (en torno a *USD* 65 el barril), en el segundo semestre el precio sí mostró mayor volatilidad (medida por la desviación estándar).

En efecto, a partir de octubre el precio medio del petróleo cayó, para una reducción total de 12% en el último trimestre con respecto a los tres trimestres previos. Incidieron en este comportamiento la revisión a la baja del pronóstico de demanda por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el aumento sostenido en la producción de petróleo y gas de esquisto[14] en EUA.

Por su parte, en el 2018, el nivel medio del índice de precios de metales importados por Costa Rica registró una reducción interanual de 1,4%, concentrada en el segundo semestre (-4,2% respecto a la primera mitad del año) y determinada, en buena medida, por la menor demanda de China. Asimismo, el índice de precios de granos básicos relevantes para el país aumentó 0,8% en promedio en 2018, pese a la reducción de 8,5% observada en el segundo semestre y vinculada a las tensiones comerciales y la incertidumbre sobre el crecimiento mundial (Gráfico 3).

Gráfico 3. Índice de precios de materias primas importadas[1/]
(31/12/2013=100)



1/ 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. Datos mensuales hasta dic-16, a partir de 01 de enero de 2017 información diaria.

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

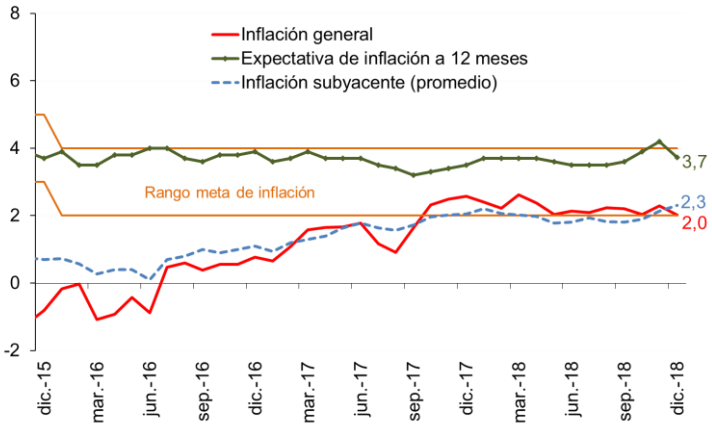
[14] El esquisto (shale oil) es un petróleo no convencional producido a partir de esquistos bituminosos (rocas de estructura laminar que contienen hidrocarburos) mediante pirólisis, hidrogenación o disolución térmica.

3.2. Economía nacional

3.2.1. Inflación

En 2018, la inflación general en Costa Rica, medida por la variación interanual del IPC, fue de 2,0%, con lo cual cumplió 15 meses de estar contenida en el rango meta del Banco Central (Gráfico 4).

Gráfico 4. Inflación: general, subyacente[1] y expectativas
Interanual en %



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

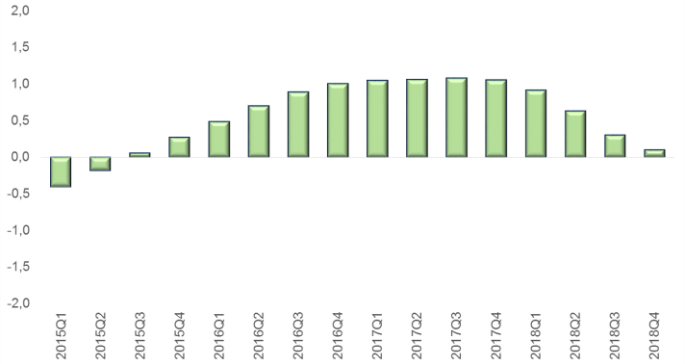
La inflación subyacente[15], por su parte, se ubicó dentro del rango meta en el primer cuatrimestre de 2018, aunque en torno a su límite inferior, pero en los siguientes siete meses cayó por debajo de ese límite (media de 1,8%), para retornar de nuevo en el último bimestre del año (la variación interanual en diciembre fue de 2,3%). Este aumento de la inflación subyacente al final del año es en parte reflejo del impacto de las presiones cambiarias en el segundo semestre del año (mientras que, en el caso de la inflación general, el impacto de las mayores variaciones del tipo de cambio fue compensado por la simultánea caída en los precios de los combustibles). En general, los niveles moderados de la inflación subyacente sugieren que no se han gestado presiones inflacionarias por exceso de demanda agregada.

La convergencia de la inflación general al rango meta a partir de octubre de 2017 (estuvo por debajo de ese rango entre abril de 2015 y setiembre de 2017) y su posterior estabilización en torno al límite inferior de ese rango en 2018 refleja, por una parte, el impacto del aumento en el precio internacional de las materias primas (en especial, petróleo) y por otra, que los determinantes macroeconómicos de la inflación no han generado presiones, como lo confirman las bajas tasas de inflación subyacente.

[15] Este indicador busca identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo originadas en presiones de demanda agregada, y 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 productos agrícolas y combustibles (IEF), todos ellos estimados por el Banco Central. Ver Nota Técnica, Indicadores de inflación subyacente para Costa Rica.

En particular, los agregados monetarios y crediticios crecieron en el 2018 a tasas moderadas, lo que implica que no se están gestando presiones inflacionarias adicionales por vía monetaria.

Gráfico 5. Brecha del producto[1]
Puntos porcentuales (p.p.)



[1] Estimación 2018.
Fuente: Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT).

En forma similar, la brecha del producto, estimada por el Banco Central, señala también la ausencia de presiones inflacionarias de gasto. Esta brecha pasó de valores positivos en el cuarto trimestre de 2016 a ubicarse en torno a cero en el último trimestre de 2018 (Gráfico 5).

Las expectativas de inflación, por su parte, se ubicaron dentro del rango meta entre abril de 2015 y diciembre de 2018 (excepto en noviembre último), aunque por encima de su valor central. Según la encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio elaborada por el BCCR, en diciembre de 2018 el valor medio de las expectativas de inflación a 12 meses fue 3,7%, en tanto que la mediana y la moda eran de 3,5% y 3,0%, respectivamente. La aceleración de las expectativas de inflación en octubre y noviembre estuvo influida por el incremento en el tipo de cambio y en sus expectativas de variación. La expectativa de variación cambiaria a 12 meses pasó de un promedio de 3,3% en los primeros ocho meses del año a 5,8% en octubre, pero se movió a la baja en el último bimestre (3,9% en diciembre), siguiendo la misma trayectoria del tipo de cambio.

Cuadro 1. Indicadores de precios
Variación % interanual a diciembre

	2017	2018	Ponderaciones jun-15
IPC	**2,6**	**2,0**	
Regulados	3,8	2,6	16
Combustibles	14,5	4,5	
Resto	1,1	2,0	
No Regulados	2,3	1,9	84
Bienes	2,8	1,4	53
Servicios	2,3	2,7	47
Subyacente	2,1	2,3	

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

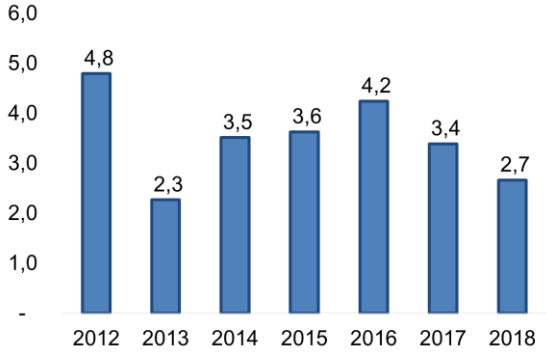
Al analizar la dinámica de la inflación general según los componentes de la canasta del IPC, se observa que en 2018 la mayor presión estuvo en el componente regulado y en los servicios (Cuadro 1).

El Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) se aceleró desde mayo de 2016. En particular, en diciembre 2018 su tasa interanual fue 4,3%, para un promedio en los últimos 12 meses de 3,3% (2,3% como promedio de 2017). Este índice, que mide el cambio medio en los precios recibidos por los productores de la manufactura, provee una señal adelantada del comportamiento de la inflación general[16].

3.2.2. Actividad económica y empleo

La actividad económica del país, medida por la evolución del PIB en términos reales, se estima creció 2,7% en el 2018, inferior en 0,5 p.p. a la variación prevista en la revisión del Programa Macroeconómico de julio pasado e inferior también al crecimiento de 3,4% del 2017 (Gráfico 6).

Gráfico 6. Producto Interno Bruto en volumen
Variación % interanual



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Este menor ritmo de crecimiento estuvo asociado a la pérdida de dinamismo de la demanda interna (Gráfico 7), en especial, del consumo privado y del consumo del Gobierno General.

La evolución del consumo de los hogares en 2018 fue coherente con el deterioro en la confianza del consumidor[17], el menor uso de crédito bancario y la caída en los términos de intercambio, que afectó directamente el ingreso personal disponible[18]. Por su parte, la desaceleración en el consumo público obedeció tanto a las medidas de contención del gasto adoptadas por el Gobierno como, principalmente, al efecto de la paralización parcial de actividades producto de la huelga en oposición a la reforma fiscal, sobre todo en los servicios de salud y educación pública. El efecto negativo de estas protestas sobre el crecimiento económico en 2018 se estima en alrededor de 0,4 p.p. (Recuadro 1), e incluye el efecto directo sobre el consumo del Gobierno General (0,3 p.p.) y el indirecto sobre otras actividades productivas en el sector privado (0,1 p.p.).

[16] Referencias: Rodríguez, A. (2012) *Propagación de choques inflacionarios en Costa Rica*. DI-09-2012. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.
León, J. (2012) *A Disaggregated Model and Second Round Effects for the CPI Inflation in Costa Rica.* DI-10-2012. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.
[17] La encuesta sobre Confianza de los Consumidores, encuesta N°60 de noviembre de 2018, presentó el nivel de confianza del consumidor más bajo desde que inició la encuesta en setiembre del 2002.
[18] Consecuente con el menor crecimiento de la producción y la caída en los términos de intercambio, esta variable aumentó 1,3% (2,0% en 2017).

El impacto de la huelga explica, por tanto, la mayor parte de la desviación entre el crecimiento económico proyectado por el Banco Central en julio de 2018 y el efectivamente observado para el año.

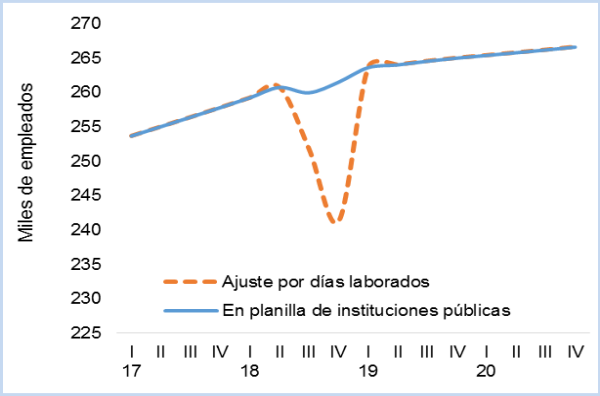
Recuadro 1. Impacto sobre la producción de la huelga en el sector público en 2018

El gasto de consumo final del Gobierno General está constituido por los gastos en bienes y servicios producidos por el Gobierno General que se suministran gratuitamente (o a precios económicamente no significativos) a los hogares o a la comunidad. Estos se proveen, básicamente, en la forma de servicios de salud, educación y de administración pública.

El Sistema de Cuentas Nacionales define que el cálculo de la producción bruta del Gobierno General equivale a la suma de sus costos de producción; es decir, principalmente el gasto en la compra de bienes y servicios, remuneraciones y consumo de capital fijo requerido para la prestación de sus servicios[1]. Al igual que para cualquier actividad productiva el valor agregado es igual a la producción bruta menos el consumo intermedio.

Para estimar la evolución del valor agregado en términos de volumen, se utilizan indicadores de cantidad a partir de cifras de empleo y estadísticas de los servicios prestados. Para el consumo intermedio se utilizan índices de precios para una canasta de bienes y servicios representativa[2] para deflactar las compras realizadas por el Gobierno General.

Gráfico 1.1. Empleados en el Gobierno General
Miles de personas



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

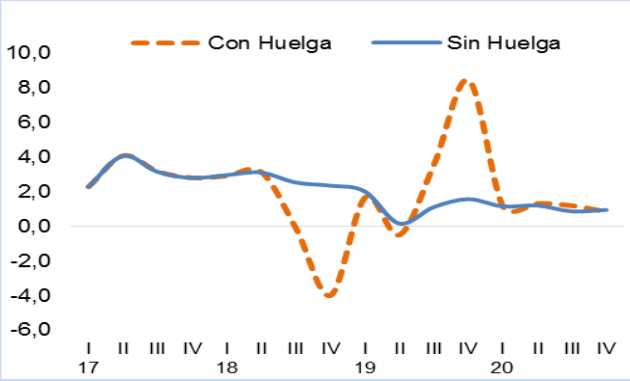
La huelga general convocada por los sindicatos del sector público inició a finales de setiembre de 2018 y se extendió hasta mediados de diciembre de ese año. Esto afectó los servicios provistos por el Gobierno General, aunque en distinta intensidad y magnitud[3] dependiendo de la entidad de que se trate.

[1] Esta definición se ha adoptado porque el Gobierno General solo vende una parte poco significativa de su producción y, frecuentemente, a precios que no cubren los costos de producción.
[2] Con información de los subgrupos del IPP-MAN y del Índice de Precios de Servicios.
[3] En el caso de los servicios de salud el efecto se concentró entre la última semana de setiembre y el mes de octubre, en tanto que para el caso de los servicios de educación el efecto se extendió por casi tres meses.

El Banco Central, con base en la consulta a los distintos entes, realizó un ajuste en la producción del Gobierno General, para lo cual tomó en consideración la cantidad de empleados que se mantuvieron en huelga y la cantidad de días en que lo hicieron. Básicamente, se parte de que en el tiempo señalado no se brindaron los servicios, y por lo tanto no se generó la producción respectiva ni tampoco el valor agregado a la actividad económica[4]. Una vez realizado el ajuste, la tasa de variación del volumen de Gasto de Gobierno de 2018 se revisó a la baja de 2,1% (estimado en julio) a 0,5%, lo que se traduce en una reducción de cerca de 0,3 p.p. en la estimación de crecimiento del PIB de ese año.

Gráfico 1.2. Gasto de consumo final del Gobierno General

Variación % interanual en volumen



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

Por otra parte, la huelga afectó la producción de otras actividades económicas, en particular en los sectores de comercio, transporte, hoteles y turismo en general. Con base en la matriz de insumo producto de 2012, se estima que estos efectos indirectos de la huelga redujeron el crecimiento del PIB en 0,1 p.p. adicional.

Para el 2019 el escenario base supone que no habrá eventos similares. Por lo tanto, se observa un "efecto rebote" en el consumo del Gobierno General, porque los días laborados aumentan respecto al año previo, sin que esto signifique un aumento en el nivel de contratación más allá de lo contemplado en el presupuesto de las entidades. Por este motivo, se proyecta que el crecimiento de esta variable se acelere a un 3,2%, para un aporte de 0,6 p.p. al crecimiento del PIB en 2019, de los cuales 0,3 p.p. son por ese efecto rebote. Dicho de otro modo, de no haberse dado la huelga, el crecimiento económico en el 2018 hubiera sido de 3,1% (en lugar de 2,7%), y la proyección de crecimiento para 2019 sería de 2,8%, en lugar de 3,2% (suponiendo también un "rebote" de 0,1 p.p. en 2019 en los sectores productivos privados afectados por la huelga).

Este ajuste realizado en las cuentas nacionales difiere de lo que se observa en las cuentas fiscales, dado que las entidades públicas reflejaron el pago de sus planillas. Para las cuentas nacionales, la cantidad de empleados dedicados a la producción de servicios del Gobierno General cayó 1,0% en el 2018 una vez que se hace la corrección por los días no laborados, principalmente, concentrado en el cuarto trimestre[5]. Para el 2019, por otra parte, el empleo del Gobierno General utilizado en las cuentas nacionales crecería 4,4%. Esto corresponde al efecto base mencionado anteriormente. Sin este efecto, la planilla de estas instituciones públicas estará creciendo 1,1% en 2019 y 0,6% en 2020, como parte de las medidas de contención de gasto para reducir el déficit fiscal.

[4] Para las estadísticas laborales estos empleados se clasifican como "ocupados ausentes"; esto es, personas que por algún motivo estuvieron ausentes del trabajo pero cumplen la condición de seguir recibiendo salario o ingresos, o bien existe expectativa razonable de que se reintegrarán a su puesto de trabajo en determinado momento. Incluye los trabajadores en huelga, permiso o suspensión de actividades con goce de sueldo o que reciben ingresos del negocio (trabajadores por cuenta propia).

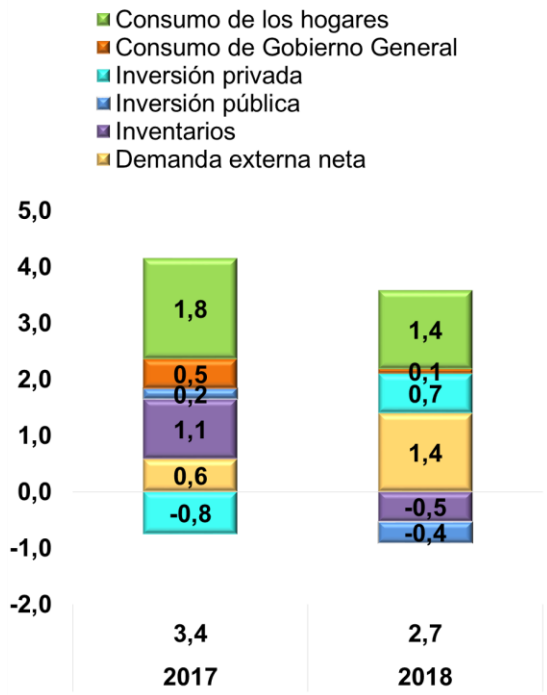
[5] Sin este ajuste el número de empleados en la planilla de este sector institucional crecería 2,2%.

La formación bruta de capital fijo aumentó 1,9% en 2018 (-3,1% en el 2017). Sin embargo, el comportamiento semestral fue disímil. Durante el primer semestre del 2018 la inversión disminuyó, debido al descenso de la inversión de obras de solución habitacional. En la segunda parte del año, por otra parte, la inversión aumentó, impulsada por el desarrollo de obras no residenciales (edificaciones de centros comerciales y edificios de oficinas).

No obstante, para el 2018 como un todo la inversión privada en actividades distintas a la construcción cayó, producto del ambiente de incertidumbre que prevaleció sobre la situación fiscal, sobre todo en el segundo semestre.

Gráfico 7. Contribución al crecimiento del PIB en volumen por componentes del gasto

Aporte en p.p. a la tasa de variación



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La demanda externa por bienes y servicios aumentó 4,1% en términos reales, asociado al incremento de las exportaciones de bienes (4,9%), en particular las de regímenes especiales relacionadas con productos de equipos e implementos médicos. Esto ayudó a atenuar el impacto negativo que tuvo la situación política en Nicaragua sobre las exportaciones del régimen definitivo. Las exportaciones de servicios aumentaron 3,0%, por el desempeño de los servicios empresariales.

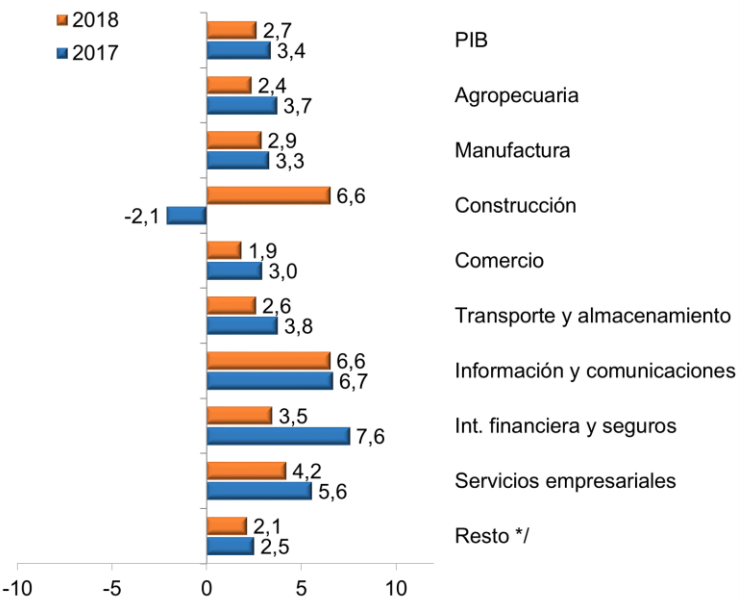
Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios registraron una variación de -0,4% en términos reales (3,2% en 2017). Las compras de bienes cayeron 0,4%, principalmente por la menor cantidad de barriles de hidrocarburos importados y la reducción en las compras de bienes de consumo. Por su parte, las importaciones de servicios cayeron 0,5%, debido a la caída de viajes de residentes al exterior (lo que también es coherente con el menor dinamismo general del consumo).

Según componentes de la oferta, el crecimiento de la producción estuvo liderado, en términos del aporte porcentual de cada industria, por las actividades de servicios empresariales, la manufactura, información y comunicaciones, y construcción. Sin embargo, todas las industrias, salvo la de construcción, mostraron una desaceleración en 2018 comparado con 2017 (Gráfico 8).

En los servicios empresariales, destacó el desempeño de las actividades de consultoría en gestión financiera, recursos humanos y comercialización, así como de los servicios de apoyo empresarial y seguridad. Además, favoreció la recuperación de los servicios jurídicos y de contabilidad.

La manufactura creció 2,9% (3,3% en 2017), aunque con un comportamiento diferenciado por semestre. El resultado de la primera mitad del año respondió a la mayor actividad de las empresas adscritas a regímenes especiales[19]. Para la segunda parte del año, se observó una desaceleración explicada por la incidencia de la huelga en las cadenas de distribución y por la menor producción de empresas del régimen definitivo afectadas por el conflicto político-social en Nicaragua. Se estima que el efecto directo e indirecto del conflicto en Nicaragua sobre las actividades productivas redujo el crecimiento del PIB en 0,2 p.p.

Gráfico 8. Valor agregado por industrias
Variación % interanual (Tendencia Ciclo)



*/ 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.

El crecimiento de los servicios de información y comunicaciones, que continúan con tasas superiores al promedio de la economía, se explica por las actividades de información, programación y consultoría informática, y los servicios de telefonía celular e internet.

Por su parte, la construcción fue la industria que mostró mayor dinamismo, impulsada por la recuperación en la construcción privada (11,1%, luego de una reducción de 7,4% el año previo), particularmente de edificaciones comerciales e industriales. En contraste, la construcción con destino público disminuyó 7,3%. Pese al avance en la inversión en infraestructura educativa del Ministerio de Educación

[19] Producción de equipo e implementos médicos, frutas, legumbres y hortalizas en conservas.

Pública y a las obras de almacenamiento de combustible y alcantarillado sanitario en el área metropolitana, en 2018 no se iniciaron proyectos de envergadura similar a los de la Terminal de Contenedores de Moín (TCM) y de infraestructura universitaria[20].

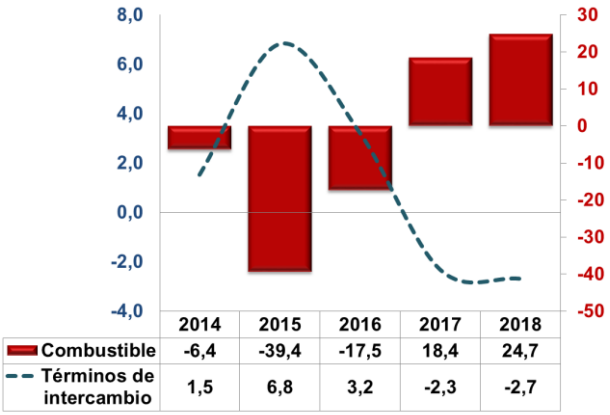
Los servicios de enseñanza y salud crecieron 0,3%[21] (3,0% en 2017). En esta fuerte desaceleración incidió el efecto que tuvo la huelga de empleados del sector público, que provocó la caída en la actividad de servicios de enseñanza y salud provistos por el Estado (-1,6%). Cabe aclarar que, si bien el Ministerio de Educación Pública y la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) realizaron el pago por concepto de remuneraciones, durante la huelga no se brindaron los servicios correspondientes[22] (Recuadro 1). Por su parte, los servicios privados de enseñanza y salud crecieron 4,3%.

La actividad agropecuaria creció, sustentada en las ventas externas de piña, que a su vez fueron impulsadas por la aplicación de mejores prácticas para el control de plagas y enfermedades que aumentaron la productividad por hectárea y la calidad de la fruta. En contraste, los cultivos de banano, café y caña presentaron un desempeño negativo durante el periodo[23].

Finalmente, el ingreso nacional disponible bruto real experimentó en 2018 un incremento de 1,3% (2,0% en 2017), consecuente con el menor crecimiento de la producción y la caída en los términos de intercambio (-2,7%) que enfrentó la economía este año (Gráfico 9).

Gráfico 9. Términos de intercambio y precio de los combustibles

Variación % interanual



	2014	2015	2016	2017	2018
Combustible	-6,4	-39,4	-17,5	18,4	24,7
Términos de intercambio	1,5	6,8	3,2	-2,3	-2,7

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[20] Estos dos proyectos entraron en su fase de finalización en 2018. Se prevé que TCM finalice en febrero de 2019.

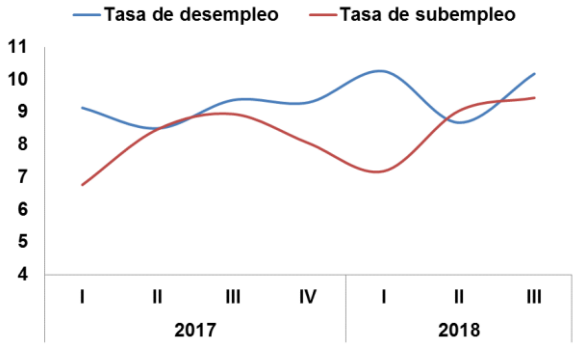
[21] De esa tasa, los servicios de salud y educación privados aportaron 1,4 p.p., en tanto que los públicos registraron un valor negativo de 0,9 p.p.

[22] Las remuneraciones que se pagaron, que usualmente se incluirían dentro del concepto de valor agregado y formarían parte de la producción de estos servicios, se trataron como "transferencias corrientes a los hogares". En este caso, a pesar del pago de remuneraciones que recibieron los trabajadores, no hubo una contraprestación de servicio para los patronos (el Gobierno Central y la CCSS).

[23] Según el informe *Pronóstico climático estacional,* del Instituto Meteorológico Nacional, durante los primeros meses del año se presentó en forma débil el fenómeno El Niño-Oscilación del Sur (ENOS) en su fase fría (La Niña), y se disipó totalmente entre marzo y abril.

Las condiciones del mercado de trabajo en los primeros 9 meses del año reflejaron en parte la evolución de la actividad económica. De acuerdo con la Encuesta Continua de Empleo al tercer trimestre del 2018, la tasa neta de participación fue 61,1%, lo que significó una recuperación en la participación laboral de 1,7 p.p. en relación con igual período del año anterior, producto del aumento en la fuerza de trabajo (Cuadro 2 y Gráfico 10).

Gráfico 10. Tasas de desempleo y subempleo (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica e INEC.

Cuadro 2. Indicadores de empleo [1/]

	Población de 15 años o más	Fuerza de trabajo	Tasa neta participación (%)	Ocupados	Desocupados	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2017	3.814.461	2.267.804	59,5	2.060.757	207.047	9,1
II	3.829.723	2.272.966	59,4	2.079.840	193.126	8,5
III	3.842.758	2.282.526	59,4	2.068.710	213.816	9,4
IV	3.856.937	2.200.092	57,0	1.995.640	204.452	9,3
I 2018	3.870.882	2.233.793	57,7	2.004.711	229.082	10,3
II	3.882.834	2.365.177	60,9	2.160.036	205.141	8,7
III	3.894.902	2.380.368	61,1	2.138.140	242.228	10,2

[1/] Número de personas.
Tasa de participación: Fuerza de trabajo/Población de 15 años o más.
Tasa de ocupación: Ocupados /Población en condición de actividad.
Tasa de desempleo: Desocupados/ Fuerza de trabajo
Fuerza de trabajo: conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participaron en la producción de bienes y servicios económicos o estaban dispuestas a hacerlo. Está conformada por la población ocupada y la desocupada

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de la Encuesta Continua de Empleo, Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

La tasa de desempleo aumentó (10,2% contra 9,4% un año atrás), con un incremento de 28,4 mil en el número de personas desempleadas, a pesar de que el número de personas ocupadas aumentó en cerca de 70 mil.

Por actividad económica, la mayor recuperación en la ocupación fue en manufactura (34,1 mil personas), hogares como empleadores (32,4 mil personas) y transporte y almacenamiento (24,7 mil personas), efectos levemente compensados por las menores ocupaciones en las actividades profesionales y administrativas de apoyo (19,1 mil personas) y comercio (15,1 mil personas).

El aumento en el desempleo se dio principalmente en la zona urbana, en personas mayores de 45 años, en hombres y en personas con un nivel de escolaridad de secundaria incompleta o menos. Esta evolución es similar a la que se observa en economías avanzadas.

En el caso de los ocupados, el incremento se explica principalmente por empleo en mujeres, mayores de 45 años y con secundaria incompleta o menos, y ocurrió tanto en la zona rural como urbana del país.

3.2.3. Balanza de pagos

En el 2018 las transacciones internacionales del país generaron un déficit de cuenta corriente equivalente a 3,1% del PIB, razón similar a la del año previo. Esta brecha fue más que financiada por los flujos de inversión directa (Cuadro 3).

Cuadro 3. Balanza de Pagos [1/]
Millones de dólares

	Millones de *USD*		% del PIB	
	2017	2018	2017	2018
I Cuenta corriente	**-1.774**	**-1.888**	**-3,0**	**-3,1**
A. Bienes	-5.180	-5.189	-8,9	-8,6
Exportaciones FOB	10.808	11.454	18,6	19,0
Importaciones CIF	15.988	16.643	27,5	27,7
Hidrocarburos	1.371	1.591	2,4	2,6
B. Servicios	5.841	6.172	10,0	10,3
Viajes	2.828	2.970	4,9	4,9
C. Ingreso Primario	-2.941	-3.321	-5,1	-5,5
D. Ingreso Secundario	507	450	0,9	0,7
II Cuenta de Capital	**41**	**31**	**0,1**	**0,1**
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	**-1.733**	**-1.857**	**-3,0**	**-3,1**
III Cuenta financiera	**-1.314**	**-2.247**	**-2,3**	**-3,7**
Sector Público	-132	-998	-0,2	-1,7
Secto Privado	-1.182	-1.249	-2,0	-2,1
Pasivos de Inversión Directa	-2.856	-2.715	-4,9	-4,5
IV Activos de Reserva	**-419**	**390**		
Saldo de RIN	**7.150**	**7.501**	**12,3**	**12,5**

1/ Cifras preliminares al 2018
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Particularmente, en el 2018, la balanza de bienes mostró un déficit de *USD* 5.189 millones (8,6% del PIB), similar al del año anterior. En las importaciones sobresalieron la factura petrolera (16,1%), las adquisiciones de empresas de regímenes especiales (6,4%), y las importaciones de otros bienes excluyendo hidrocarburos (1,7%). El aumento de la factura petrolera se debió al incremento interanual en el valor unitario del barril (24,7%), que más que compensó la caída en la cantidad de barriles importados (6,9%).

Las exportaciones fueron propulsadas por el mayor dinamismo de las empresas de zona franca, las cuales crecieron con respecto al año previo en 11% y, en menor medida, por las empresas del régimen definitivo (2%), donde destacan las mayores exportaciones de piña y de productos de manufactura.

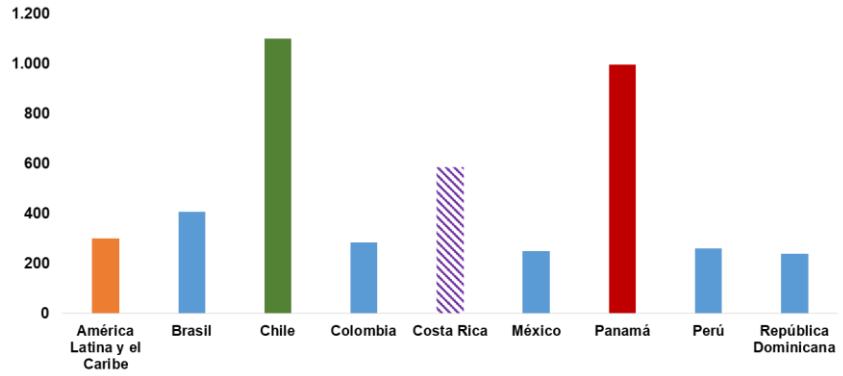
Como ha sido característico en los últimos tres años, en 2018 el superávit en exportaciones netas de servicios más que superó el déficit comercial de bienes, consecuente con el cambio en la estructura productiva y exportadora del país. Entre

las exportaciones de servicios, destacaron las relacionadas con turismo, asesoría a empresas, telecomunicaciones, informática e información.

El déficit de la cuenta de ingreso primario aumentó, debido principalmente al incremento de la renta de la inversión directa, así como de los intereses de la deuda pública y privada. Esta brecha fue superior al resultado positivo de las cuentas de bienes y servicios y del ingreso secundario. Por lo tanto, constituye la principal fuente del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Los flujos netos de la cuenta financiera registraron un ingreso neto superior en *USD* 933 millones al de 2017. En particular, el sector privado recibió un financiamiento neto mayor con respecto al año previo, determinado particularmente por la menor salida de capitales del resto del sector privado no financiero, a pesar de una ligera caída en los flujos de inversión directa hacia el país, que en 2018 representaron un 4,5% del PIB, inferior a la tasa de 4,7% registrada en el bienio previo.

Gráfico 11. Flujos de ID per cápita en *USD*
Promedio 2010-2017



Fuente: CEPAL.

No obstante esa leve moderación, la magnitud de los flujos de inversión directa (ID), que están entre los más altos en la región latinoamericana en términos per cápita (Gráfico 11), sugiere que el país continúa siendo atractivo para empresas extranjeras, en lo que inciden variables fundamentales como la calidad del recurso humano y su menor costo relativo, los incentivos tributarios, el marco institucional y las coincidencias horarias con el principal socio comercial. Más de dos terceras partes de estos flujos se canalizaron a la industria manufacturera (producción de dispositivos médicos, por ejemplo) y a la provisión de servicios y, en su mayoría provinieron de Estados Unidos y de Europa.

Por su parte, en el ingreso neto al sector público incidió la mayor disponibilidad de recursos hacia el Banco Central, en especial por el desembolso del crédito del Fondo Latinoamericano de Reservas para apoyo a la balanza de pagos (*USD* 1.000 millones), que ingresó en marzo de 2018, y por el incremento de pasivos del Gobierno Central, asociados a las emisiones internas de bonos adquiridas por no

residentes y a los préstamos para proyectos públicos en ejecución[24]. Lo anterior fue parcialmente compensado por la salida de recursos de las otras sociedades de depósito públicas y del resto del sector público no financiero, explicadas principalmente por el pago de pasivos externos.

En forma global, el balance de las transacciones reales y financieras del país con no residentes propició un incremento de los activos de reserva (*USD* 390 millones) y ubicó el saldo al cierre del 2018 en el equivalente a 12,5% del PIB. En términos de otras métricas, ese acervo equivale a 6,1 meses de importaciones regulares, a 2,5 veces el saldo de las obligaciones de corto plazo con el resto del mundo, y a un 20,8% de la liquidez total. Estas razones permiten concluir que el acervo actual de RIN es adecuado para enfrentar choques externos potenciales.

3.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares a diciembre de 2018, el déficit financiero del Sector Público Global Reducido[25] representó 4,9% del PIB, 0,4 p.p. inferior al registrado en igual periodo de 2017. Este resultado reflejó el mayor superávit de la muestra del resto del sector público no financiero (SPNF) y la mejora en las finanzas del Gobierno Central (Cuadro 4).

Cuadro 4. Resultado Financiero Sector Público Global Reducido [1/]
% del PIB

	Dic-17	Dic-18
Sector Público Global	-5,3	-4,9
Banco Central	-0,4	-0,4
Sector Público no Financiero	-4,9	-4,5
Gobierno Central	-6,1	-6,0
Resultado Primario	-3,0	-2,4
Resto del SPNF	1,2	1,5

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

En particular, el Gobierno Central acumuló un déficit financiero de 6,0% del PIB (6,1% en 2017), producto de un menor crecimiento en el gasto total (3,5%), y a pesar de la desaceleración en la recaudación tributaria ocasionada por la ralentización de la economía. Además, el déficit primario (que excluye el gasto en intereses) se redujo significativamente (2,4% del PIB comparado con 3,0% un año antes). Este resultado refleja el efecto de las medidas administrativas de contención del gasto adoptadas en el segundo semestre del año, así como los rendimientos iniciales de la amnistía tributaria contemplada en la reforma fiscal, Ley 9635, aprobada en diciembre de 2018.

[24] Dentro de éstos destaca el programa para infraestructura de transporte, el fideicomiso para la construcción y equipamiento de la infraestructura educativa del Ministerio de Educación Pública (MEP) y el proyecto para el fortalecimiento del seguro universal de salud de la CCSS.
[25] La muestra incluye al Gobierno Central, al Banco Central y a 6 entidades del sector público no financiero (CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPS e ICAA).

El comportamiento de los gastos fue determinado por el crecimiento de los rubros de pago de intereses (20,2%), transferencias corrientes (3,2%) y remuneraciones (4,6%), compensados parcialmente por la contracción en los gastos de capital (25,5%)[26].

El incremento en el gasto de intereses[27], en especial sobre la deuda interna, es una consecuencia del deterioro en las finanzas públicas y de la tendencia creciente de la deuda pública durante los últimos 10 años, además de la presión que sobre las tasas de interés locales ha tenido ese mismo deterioro fiscal.

En cuanto a las transferencias corrientes destacaron los recursos girados al sector público (68% contra 32% al sector privado), principalmente al Fondo Especial para la Educación Superior Pública (FEES), a la CCSS y al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares. No obstante, el flujo trasladado a estos tres rubros se desaceleró durante este año, pasando de un crecimiento de 7,3% en 2017 a 2,8% en 2018. En el caso de las transferencias al sector privado, en el 2018 se destinó cerca del 82% al pago de pensiones con cargo al presupuesto nacional (en especial al Magisterio Nacional), aunque su participación dentro de las transferencias totales a este sector, ha tendido a desacelerarse en los últimos años, producto de las reformas que se han aprobado para los regímenes de pensiones.

En el caso de las remuneraciones, el crecimiento (4,6%) fue menor al observado en el 2017 (5,2%), lo cual evidenció el impacto inicial de algunas de las medidas administrativas adoptadas por el Ministerio de Hacienda a mediados de 2018. Entre ellas se cuentan: mantener fijo el valor de los puntos asignados como incentivo de carrera profesional; establecer un monto nominal en lugar de un porcentaje por anualidad; disminuir el uso de las plazas vacantes (sólo el 25% de ellas podrán utilizarse); establecer una nueva escala para el pago del incentivo de dedicación exclusiva; congelar el valor de incentivos profesionales de empleados públicos, tales como las anualidades y carrera profesional; y asignar aumentos salariales fijos en lugar de incrementos porcentuales sobre la base salarial.

Por su parte, los ingresos totales se desaceleraron 0,1 p.p. en 2018 (a 3,8%), comportamiento explicado por el menor ritmo de crecimiento en la recaudación de renta[28], ventas internas (a pesar de la incorporación de la factura electrónica) y "otros ingresos" [29]; así como por la caída en los rubros de aduanas[30] y consumo interno. Todo ello es congruente con el menor dinamismo de la actividad económica.

[26] En este rubro se incluyen fondos destinados al Consejo Nacional de Vialidad, juntas de educación y gobiernos locales.
[27] En 2018 el pago de intereses representó el 17,6% del total de gastos (15,1% en 2017).
[28] En este comportamiento influyó la desaceleración en el impuesto de renta sobre personas jurídicas (8,5% contra 13,7% en el 2017) y sobre remesas al exterior (7,4% contra 7,9% un año atrás)
[29] Comprende, entre otros, el impuesto único a los combustibles, el solidario y el impuesto al tabaco.
[30] Efecto, especialmente, del menor ritmo en el crecimiento de la importación de vehículos en 2018.

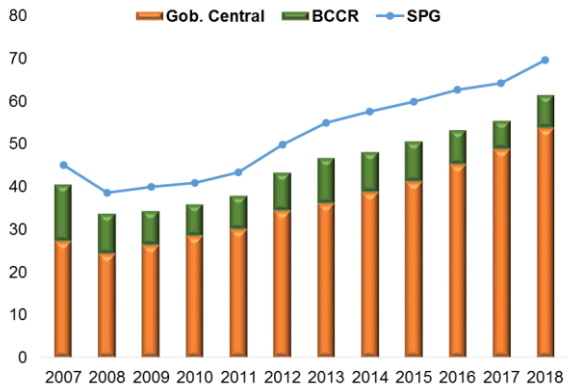
El déficit financiero del Banco Central (según metodología de cuentas monetarias) fue equivalente a 0,4% del PIB en el 2018, similar al observado un año atrás. Este resultado combina, entre otros, el efecto de mayores ingresos por activos externos (efecto tasas de interés) y los menores gastos financieros por operaciones de mercado abierto y gestión de liquidez.

El resto del sector público no financiero reducido, según cifras preliminares, acumuló al cierre de 2018 un superávit financiero de 1,5% del PIB, superior en 0,3 p.p. a lo registrado un año antes, debido tanto al mejor resultado del Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados, como el comportamiento positivo de las finanzas de la Caja Costarricense del Seguro Social, en especial, del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte.

Por su parte, el saldo de la deuda pública global[31] continuó su trayectoria creciente y representó 69,6% del PIB en el 2018, para un incremento de 5,3 p.p. con respecto a diciembre de 2017. En el caso particular del Gobierno Central, la razón de deuda a PIB aumentó a 53,6% en 2018 (48,7% en 2017).

Gráfico 12. Deuda del Sector Público Global

% del PIB



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

La trayectoria creciente del déficit fiscal, de la deuda pública (Gráfico 12) y de las necesidades de financiamiento del Gobierno en el mercado financiero interno, y la demora en lograr un acuerdo político para resolver el problema fiscal, introdujeron una gran incertidumbre en el 2018, incidieron de manera directa en la prima por riesgo de los bonos soberanos en los distintos mercados de negociación y dificultaron la gestión de la Tesorería Nacional para atender sus requerimientos en el mercado local. Esa tensión se transmitió al mercado cambiario, en la forma de una dolarización parcial de los ahorros por parte de los agentes económicos y una creciente demanda de divisas por parte del Gobierno para atender sus vencimientos de deuda en moneda extranjera.

[31] Deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunos entes del sector público no financiero.

Las tensiones financieras en el segundo semestre de 2018 también se reflejaron en un aumento en la percepción sobre el riesgo país de Costa Rica, influido por la incertidumbre sobre la situación fiscal[32]. La reducción en la calificación de la deuda soberana por parte de Moody's el 5 de diciembre, y de Standard and Poor's el 21 de diciembre, representó un impacto negativo adicional. El margen soberano (diferencial entre el rendimiento de los bonos de deuda costarricense y los bonos del Tesoro de los EUA, medido por el indicador EMBIG) pasó de 367 puntos en 2017 a 540 puntos un año después (134 puntos en el segundo semestre del año).

No obstante lo anterior, la Tesorería Nacional logró atender sus necesidades de financiamiento mediante la colocación neta de bonos deuda interna, la ampliación de los mecanismos de captación interna como lo fue el uso de la figura de "contratos de colocación" en moneda extranjera, y la aplicación de un programa de canjes de deuda interna.

Adicionalmente, y con el fin de procurar una presencia más ordenada del Gobierno en los mercados de deuda y reducir las presiones sobre el sistema financiero interno, el Ministerio de Hacienda solicitó financiamiento al Banco Central mediante la venta de Letras del Tesoro, operación de financiamiento excepcional y de corto plazo que fue formalizada el 25 de setiembre por un monto cercano a ¢499 mil millones, y cancelada en forma anticipada en el mes de diciembre. Por haber sido éste un financiamiento de corto plazo, su efecto monetario y sobre la inflación fue estimado como inmaterial.

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

3.2.5.1. Agregados monetarios y crediticios

En 2018, los agregados monetarios amplios y los crediticios se desaceleraron con respecto a igual período del año anterior y a las proyecciones estimadas en la revisión del programa macroeconómico (Cuadro 5 y Gráfico 13). En el comportamiento de los agregados monetarios influyó el menor ritmo de actividad económica y la incertidumbre en torno a la aprobación de la reforma fiscal, lo cual propició una mayor preferencia por la riqueza financiera en dólares así como un traslado parcial de fondos hacia el exterior. Entre setiembre del 2017 y setiembre del 2018 el saldo de títulos valores externos en poder de residentes aumentó en *USD* 447,5 millones.

[32] Dicha percepción se disipó en parte luego de la resolución positiva de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia sobre el Proyecto de "Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas" y su posterior aprobación en la Asamblea Legislativa.

Cuadro 5. Agregados monetarios y crédito al sector privado [1/]

Promedio de la variación interanual en %

	Medio circulante ampliado [2/]			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]
2017												
I semestre	5,1	6,8	5,7	8,2	13,4	10,1	8,2	19,7	11,1	15,5	4,8	10,8
II semestre	-0,2	6,2	2,2	9,4	9,3	9,4	7,7	13,4	9,2	14,0	0,6	8,3
Anual	2,5	6,5	4,0	8,8	11,4	9,7	7,9	16,5	10,2	14,8	2,7	9,6
2018												
I semestre	3,0	4,4	3,5	8,7	4,1	7,1	8,9	10,7	9,4	9,0	0,0	5,2
II semestre	6,6	5,2	6,1	5,0	3,1	4,3	8,1	8,3	8,1	5,9	1,5	4,2
Anual	4,8	4,8	4,8	6,9	3,6	5,7	8,5	9,5	8,8	7,4	0,7	4,7

[1/] Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande. Información de BCCR al 31/12/18, bancos al 31/12/18 y del resto de intermediarios financieros a octubre del 2018.
[2/] Incluye numerario en poder del público y depósitos (colones y dólares): cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.
[3/] Expresado en dólares estadounidenses.
[4/] Valoración en colones de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

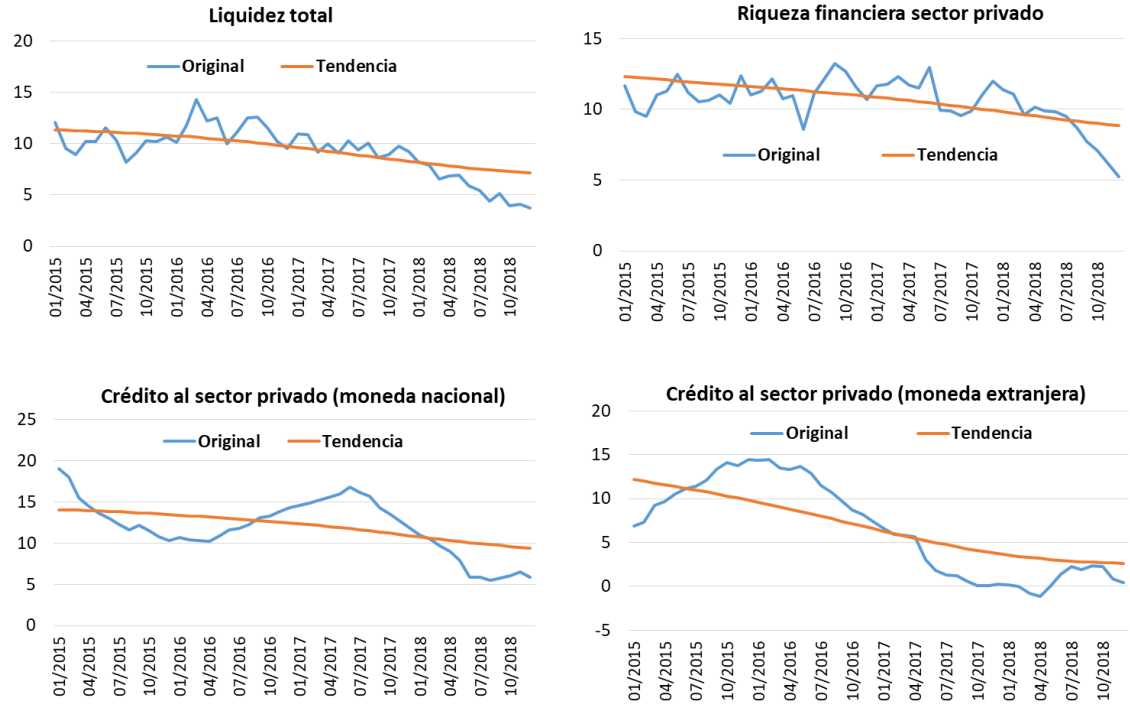
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por tipo de moneda, se observó una preferencia hacia el ahorro en dólares, que se reflejó en un aumento de entre 0,1 y 0,4 p.p. en la participación relativa del componente en moneda extranjera en agregados tales como el medio circulante ampliado, la liquidez total y la riqueza financiera total. En ese comportamiento se estima que influyó principalmente el aumento del tipo de cambio y las expectativas cambiarias a 12 meses, concentrado en el segundo semestre del año, lo cual incidió en que el premio por depósitos de ahorro en colones para plazos de 6, 9 y 12 meses en el mercado local resultara negativo en ese semestre[33].

En cuanto al crédito al sector privado, su desaceleración se atribuye a los mismos factores: el menor ritmo de actividad económica y la incertidumbre generada por la difícil situación fiscal. Además, incidió también el aumento en las tasas de interés para los usuarios de crédito[34], reflejo de la creciente presión del Gobierno sobre el mercado local de fondos prestables y de las mayores tasas de interés internacionales. Por su parte, los indicadores bancarios mostraron un deterioro en la mora y la calidad de la cartera crediticia. Finalmente, la participación relativa del crédito en moneda extranjera continuó en 2018 su tendencia decreciente.

[33] El premio por ahorrar en depósitos en moneda nacional en los bancos comerciales para plazos entre 180 y 209 días, 270 y 359 días y 360 y 539 días, con respecto a depósitos similares en moneda extranjera, fue -1,1 p.p., -0,36 p.p. y -0,3 p.p., en igual orden (-0,25 p.p., 0,49 p.p. y 0,28 p.p. en el segundo semestre del 2017).
[34] Las tasas de interés activas en colones mostraron un incremento de 1,06 p.p. (0,8 p.p. en términos reales), alcanzando una tasa promedio anual de 15,9% (11,8% real) en 2018 y, en dólares aumentaron 0,74 p.p. (0,8 p.p.) con una tasa media anual de 10,4% (7,6% real).

Gráfico 13. Agregados monetarios y crédito al sector privado [1/ 2/]
Variación % interanual, serie original y tendencia



[1/] Tendencia estimada con el Filtro de Hodrick-Prescott, λ=23.000
[2/] Sin efecto de variación por tipo de cambio.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La dolarización de la economía costarricense ha sido un proceso asociado, en parte, a la mayor inserción del país en los mercados internacionales. Sin embargo, la elevada dolarización incrementa los riesgos para la estabilidad del sistema financiero, principalmente por dos razones: i) la dolarización reduce la efectividad de la política monetaria; y ii) cerca del 70% del crédito en moneda extranjera ha sido canalizado a deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones, lo que introduce riesgos de crédito y liquidez para el sistema financiero ante variaciones en el tipo de cambio.

Consecuente con la mayor incertidumbre fiscal, el sistema financiero reflejó en 2018 tensiones en sus distintos mercados de negociación (cambiario, liquidez y deuda), especialmente en el segundo semestre. En este contexto, el Banco Central, en coordinación con los entes supervisores, adoptó medidas tendientes a promover la estabilidad del sistema financiero. De ellas destacan la entrada en vigencia del *Reglamento para las Operaciones de Crédito de Última Instancia en Moneda Nacional*, la autorización para que el Banco Central participe, de estimarlo necesario, en el mercado de recompras, y la adopción de un proceso de liquidación neta para las operaciones en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)[35].

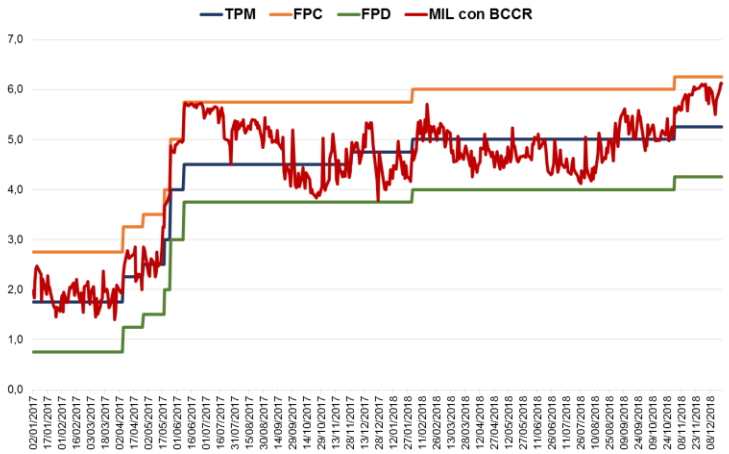
[35] Estas últimas dos medidas se encuentran en proceso de implementación.

En los mercados de liquidez, el MIL presentó un excedente de enero a agosto (reflejado en un monto medio diario captado por el Banco Central de ¢183 mil millones), dada la compra de divisas del BCCR en el Monex para restituir reservas vendidas al sector público no bancario (SPNB), junto con la disminución del saldo de depósitos del Gobierno en el Banco Central y el efecto parcial de la atención del servicio de la deuda del BCCR. A partir de setiembre, en cambio, se observó una disminución en ese excedente (bajó a ¢88 mil millones), producto de la contracción monetaria efectuada por el Banco Central asociada a la venta de divisas (medida de estabilización cambiaria) y a la captación de fondos efectuada por el Gobierno. A partir de noviembre el sistema financiero requirió recursos por un monto medio de ¢145 mil millones, en mayor medida por el incremento de la demanda por numerario (movimiento estacional que se dio principalmente a partir de la segunda quincena de noviembre).

3.2.5.2. Política monetaria y tasas de interés

En 2018, la Junta Directiva del BCCR aumentó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en dos ocasiones: 25 p.b. en febrero, y otros 25 p.b. en noviembre, con lo cual la TPM llegó a 5,25% anual (Gráfico 14).

Gráfico 14. Tasa de interés promedio ponderada en MIL (%)



TPM: Tasa de política monetaria, FPC: Facilidad de crédito, FPD: Facilidad de depósito.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En la decisión de ajustar la TPM en febrero de 2018, la Junta Directiva consideró entre otras cosas que: (i) si bien desde abril de 2015 las expectativas de inflación estuvieron contenidas en el rango meta de inflación, en meses anteriores aumentaron su tendencia hacia el valor superior de ese rango; (ii) el precio del petróleo mantenía un comportamiento alcista desde julio de 2017, el cual con rezago, se podría trasladar al precio local de los combustibles, con una potencial transmisión en los próximos meses hacia otros precios (efectos de segunda ronda) y hacia las expectativas de inflación; y (iii) para reducir riesgos para la estabilidad del sistema financiero era preciso mantener el incentivo por ahorrar en moneda nacional.

Por su parte, en noviembre de 2018 la Junta Directiva ajustó nuevamente el nivel de la TPM considerando que, si bien en ese momento la inflación era baja (la variación interanual a setiembre de la inflación general y subyacente fue de 2,2% y 1,8%, en ese orden) y el ritmo de actividad económica se había desacelerado, los modelos de pronóstico de inflación del BCCR mostraban que en 2019 la inflación podría ubicarse por encima del límite superior del rango meta. Esto se debía fundamentalmente al efecto traspaso del aumento del tipo de cambio sobre el nivel de precios y la aceleración de las expectativas de inflación.

Paralelamente al ajuste en la TPM, en noviembre el BCCR también aumentó la tasa de interés de sus depósitos de 1 a 1800 días plazo. Los aumentos fueron mayores para plazos más largos, de hasta 170 p.b. para los depósitos a 1800 días (alrededor de 5 años). Ese aumento en las tasas de interés de los instrumentos de depósito del BCCR buscaba estimular el ahorro en colones, particularmente en instrumentos de mayor plazo, y mitigar las presiones en el mercado cambiario.

En lo que respecta a las tasas de interés del Sistema financiero nacional (SFN), durante 2018 esas tasas aumentaron, tanto en colones como en dólares. No obstante, las tasas de interés pasivas de las entidades financieras, aproximadas por la Tasa básica pasiva (TBP), no reflejaron ese ajuste[36].

3.2.5.3. Mercado cambiario

En materia cambiaria se identifican tres episodios a lo largo de 2018. En primer lugar, en el primer semestre se observó una relativa estabilidad, en el tanto la oferta neta de divisas por parte del sector privado permitió atender los requerimientos del SPNB.

Por otro lado, entre julio y noviembre hubo tensiones cambiarias, que reflejaron diferentes factores: i) un mercado privado estacionalmente menos superavitario; ii) el cambio en la posición del Gobierno, que pasó de ser oferente a demandante neto de divisas; iii) el aumento en los precios de petróleo (hasta octubre); iv) la incertidumbre en materia fiscal, que incrementó la preferencia de los agentes económicos por instrumentos de ahorro en moneda extranjera y por créditos en moneda local; y v) el consecuente incremento en el tipo de cambio y en las expectativas cambiarias, que aceleró la predilección por ahorro en dólares y créditos en colones y reforzó, de esta manera, los efectos anteriores. El Banco Central

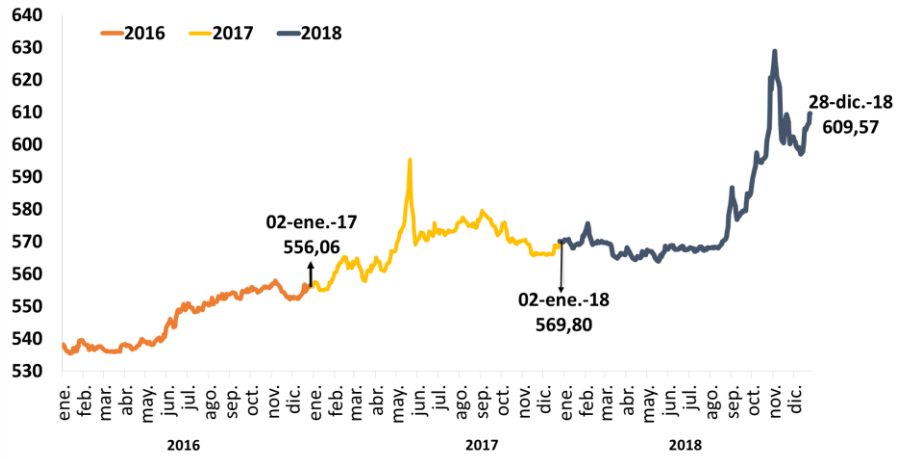
[36] En efecto, mientras la TBP aumentó 5 p.b. durante el 2018, la tasa pasiva promedio de las entidades financieras a 1 mes se incrementó en 120 p.b., a 6 meses en 27 p.b. y a 12 meses en 57 p.b, en tanto que por intermediario se observó que, a 6 meses, la tasa media aumentó en los bancos públicos 19 p.b. y en los privados 51 p.b. La tasa activa promedio del sistema financiero aumentó 105 p.b.

intervino con ventas de divisas para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y para atender los requerimientos del SPNB[37].

Esta situación cambió en diciembre. La presión cambiaria disminuyó, pues las "ventanillas" de los intermediarios cambiarios acumularon un superávit de *USD* 65,6 millones, las expectativas de variación cambiaria se ajustaron a la baja y el Banco Central pudo restituir en el Monex parte de las divisas vendidas al SPNB en meses previos. Esto último, unido a la venta de divisas por parte del Ministerio de Hacienda[38], permitió reducir el faltante de divisas por operaciones con el SPNB, de *USD* 1.224,2 millones al 30 de noviembre a *USD* 322,1 millones al finalizar 2018.

Como consecuencia de todos estos movimientos, el tipo de cambio promedio de Monex (Gráfico 15) registró una variación anual de 6,9% (2,5% en 2017).

Gráfico 15. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por dólar



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[37] Entre julio y noviembre el resultado neto acumulado de las operaciones del sector privado ("ventanillas") fue deficitario en *USD* 6,0 millones (superávit en el primer semestre de *USD* 928,9 millones). Por su parte, la venta de divisas del Banco Central acumuló a noviembre *USD* 415,5 millones por estabilización y *USD* 1.224,2 millones por operaciones del SPNB.

[38] El Ministerio de Hacienda vendió al Banco Central parte de los recursos provenientes de la colocación de deuda interna (incluidos contratos de colocación), desembolsos de créditos externos y otros ingresos en moneda extranjera, recibidos en su mayoría en diciembre.

4. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2019-2020

4.1. Objetivos y medidas de política

La Junta Directiva del Banco Central reconoce que el principal objetivo y función del Banco Central es preservar la estabilidad de precios. Por ello, reitera su compromiso con la meta de inflación de mediano plazo, definida en 3% con un margen de ± 1 p.p.

Las acciones de política en este período estarán encaminadas a cumplir esa meta, y para ello:

i) Realizará el ajuste en sus instrumentos de política monetaria si identifica desvíos en sus proyecciones de inflación con respecto a esa meta. Ello requiere identificar cuán transitorio es ese desvío. Si se tratare de choques temporales de oferta (por ejemplo, asociados a eventos climáticos) o por variaciones en el precio del petróleo, no se justificaría una respuesta de política a menos que se perciba un alto riesgo de efectos de segunda ronda.

ii) Participará en el mercado cambiario por tres motivos distintos: como agente del sector público no bancario; para atender requerimientos propios; o para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado. Las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario, sin embargo, no interrumpirán la tendencia del tipo de cambio que dicte el comportamiento de sus determinantes fundamentales.

iii) Continuará con una gestión activa de sus instrumentos de control de la liquidez, en coordinación (cuando se trate de instrumentos de deuda) con el Ministerio de Hacienda.

iv) Procurará mejoras en los procesos operativos y en el mecanismo de formación de precios en los mercados de negociación (Monex, MIL y de deuda), para mejorar la transmisión de la política monetaria.

v) Fortalecerá la comunicación con el público.

Por otra parte, el Banco Central continuará tomando medidas para resguardar, en coordinación con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y con las superintendencias, la estabilidad financiera nacional. Este año, entre otras medidas, completará los requerimientos operativos y tecnológicos para la puesta en operación del instrumento de “Prestamista de Última Instancia”. Además, seguirá impulsando proyectos de ley para dotar de mayor autonomía al Banco Central, para disponer de un seguro de depósitos y resolución bancaria,

fortalecer la supervisión consolidada, y modernizar la Ley Reguladora del Mercado de Valores, todo ello en línea con recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Además, el Banco Central continuará impulsando la digitalización de los medios de pago, fortaleciendo la ciberseguridad propia y en el sistema financiero, y promoviendo la educación y la inclusión financieras.

4.2. El contexto internacional en 2019-2020

Para el bienio 2019-2020 se prevé que nuestros principales mercados de exportación crezcan, en promedio ponderado, a una tasa similar a la que se observó en 2018, en torno a 2,5%, pero con cambios para algunos socios comerciales (Cuadro 6 y Gráfico 16).

Cuadro 6. Principales variables internacionales

Porcentajes

	Promedio 2012-17	2017	2018 1/	Proyecciones 2019	Proyecciones 2020
Crecimiento del producto					
Mundial	**3,5**	**3,8**	**3,7**	**3,5**	**3,6**
Economías avanzadas	1,9	2,4	2,3	2,0	1,7
Estados Unidos	2,2	2,2	2,9	2,5	1,8
Zona del euro	1,9	2,4	1,8	1,6	1,7
Mercados emergentes y en desarrollo	4,8	4,7	4,6	4,5	4,9
China	7,2	6,9	6,6	6,2	6,2
América Latina y Caribe	1,4	1,3	1,1	2,0	2,5
Brasil	-0,1	1,1	1,3	2,5	2,2
Costa Rica 2/	***3,6***	***3,4***	***2,7***	***3,2***	***3,0***
Principales mercados de exportación 3/	**2,6**	**2,8**	**2,5**	**2,6**	**2,4**
Inflación mundial (IPC)					
Economías avanzadas	1,2	1,7	2,0	1,7	2,0
Mercados emergentes y en desarrollo	4,9	4,3	4,9	5,1	4,6
Socios comerciales, promedio 4/	**2,0**	**2,4**	**2,9**	**2,8**	**2,8**
Precio del petróleo (*USD*) 5/	86,6	62,9	78,4	64,6	66,0
Variación %	*-7,9*	*18,4*	*24,7*	*-17,7*	*2,3*
Términos de intercambio	1,9	-2,3	-2,7	1,3	-0,1
Libor 6 meses	0,7	1,5	2,5	3,2	3,8

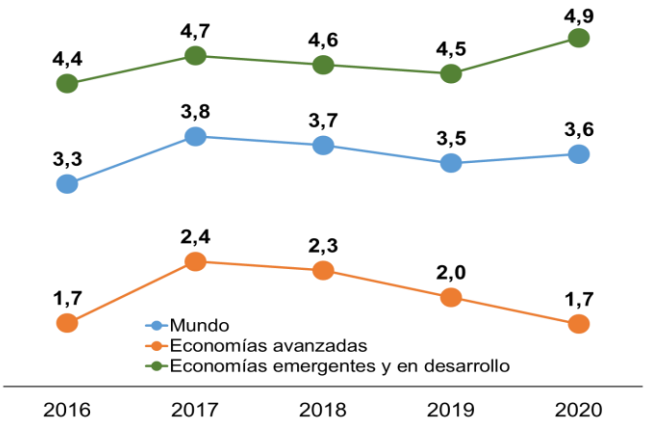
1/ Estimaciones.
2/ Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.
3/ Ponderado por los flujos de exportación acumulados a octubre de 2018.
4/ Ponderada por la importancia en el comercio.
5/ Corresponde al precio por barril de producto terminado importado por Costa Rica, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen de *USD* 12 por barril (diferencia histórica entre el precio del crudo y del valor de producto terminado).

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del FMI (Oct-18 y Ene-19) y Bloomberg.

Por una parte, se proyecta una desaceleración en el crecimiento de Estados Unidos, el principal destino de nuestras exportaciones, de 2,9% en el 2018 a 2,5% y 1,8% en 2019 y 2020, en ese orden, como consecuencia de la disipación de los efectos del estímulo fiscal de 2018, de la incertidumbre creada por las tensiones comerciales con China, y por una política monetaria menos laxa. Además, se prevé que la economía nicaragüense siga enfrentando dificultades: en octubre el FMI estimó que esa economía se contraería 4,0% en 2018 y 1,0% en 2019. Ello continuaría afectando el intercambio comercial de Costa Rica con el resto de la región centroamericana. Por otra parte, se prevé un mejor desempeño económico en otros socios comerciales, como Panamá, Guatemala y México.

El FMI prevé que la inflación se mantenga contenida en torno a la meta en varias economías avanzadas, en tanto en las economías emergentes y en desarrollo espera una inflación de 5,1% y 4,6% en 2019-20, respectivamente. Así, la inflación promedio de los principales socios comerciales del país se mantendría en 2,8% para el bienio de proyección.

Gráfico 16. Proyecciones de crecimiento mundial
Variación %



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Fondo Monetario Internacional de enero de 2019.

El programa macroeconómico supone que el promedio anual del precio del petróleo, medido por el precio del cóctel de hidrocarburos (producto terminado) importado por Costa Rica, tendría una reducción de cerca de 18% en el 2019, para luego aumentar 2,3% en 2020. Este comportamiento se basa en los precios de contratos a futuro del West Texas Intermediate (WTI), que es el referente relevante para la economía costarricense. Desde octubre de 2018, los precios del petróleo muestran una reducción ante el exceso de oferta en el mercado petrolero y la revisión a la baja del pronóstico de demanda por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Dado lo anterior, se estima que, después de caer 2,7% en 2018, los términos de intercambio para nuestro país mejorarían en 1,3% en 2019, fundamentalmente como consecuencia de la caída en el precio promedio del petróleo en relación con el 2018, y que se mantendrían relativamente constantes en el 2020, con una variación de -0,1%.

Por otra parte, se prevén condiciones financieras internacionales más restrictivas. En efecto, las tasas de interés internacionales muestran una tendencia al alza, conforme continúa la "normalización" gradual de la política monetaria en algunas economías avanzadas. El presente ejercicio macroeconómico supone que la tasa Libor a 6 meses se ubicaría en 3,2% y 3,8% para 2019-20, desde 2,5% en 2018. Además, ha habido un aumento en la volatilidad de los mercados financieros y de materias primas desde el 2018, aunque de manera heterogénea entre las distintas economías, que se ha reforzado con el incremento de tensiones comerciales y geopolíticas, dados sus efectos en el comercio mundial y la confianza de los agentes económicos. De acuerdo con los organismos internacionales estos factores seguirán condicionando la estabilidad de los mercados financieros en los próximos trimestres, y existe el riesgo de que haya una reversión de capitales desde las

economías emergentes hacia las avanzadas, con repercusiones negativas para nuestro país.

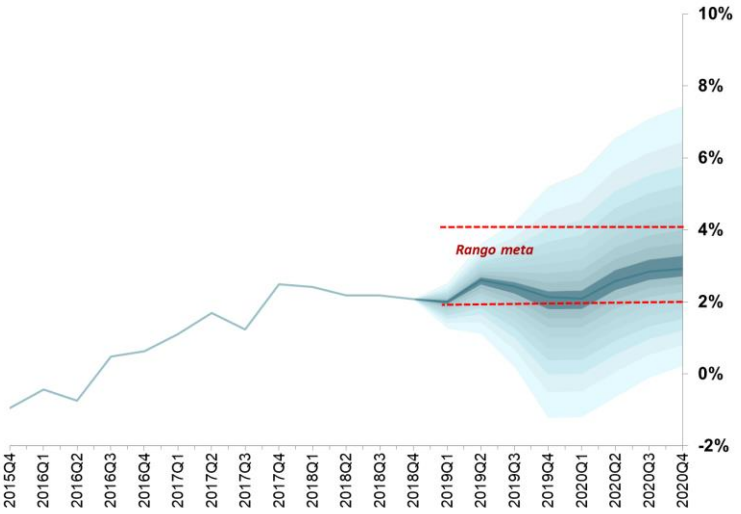
En resumen, para el periodo 2019-2020 se prevé que la demanda externa por nuestras exportaciones crecerá a tasas similares a las de 2018, que la inflación promedio en nuestros principales socios comerciales también se mantenga relativamente estable, que los términos de intercambio para nuestro país mejoren, y que las condiciones financieras internacionales se vuelvan menos favorables.

4.3. Costa Rica: Proyecciones macroeconómicas 2019-2020

4.3.1. Inflación

Se prevé que durante el bienio 2019-2020 las presiones de demanda y la evolución de las expectativas de inflación en Costa Rica serían coherentes con una inflación ubicada dentro del rango meta, y en torno de su valor central de 3% (Gráfico 17).

Gráfico 17. Proyección no condicional de inflación
% interanual



Nota: Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y la inflación según el IPC 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 va acumulando un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Además, se estima que el efecto sobre el IPC de la introducción del Impuesto al Valor Agregado (IVA) en la Ley 9635 sería relativamente bajo (alrededor de 1,1 p.p. en los cuatro años de implementación), y se concentraría en el primer año desde su entrada en vigencia; es decir, entre julio de 2019 y junio de 2020 (Recuadro 2). Además, no se prevé que provoque efectos inflacionarios de segunda ronda que requieran ser mitigados.

En todo caso, el Banco Central se mantendrá vigilante de la evolución de todas las variables que determinan la inflación, con el propósito de ajustar, de ser necesario, su política monetaria de forma coherente con la consecución de su meta de inflación en el mediano plazo.

Recuadro 2. Efecto de la introducción del Impuesto al Valor Agregado sobre el Índice de Precios al Consumidor

La Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) incorpora cambios en la estructura tributaria costarricense. Uno de los más importantes es la transformación del impuesto general sobre las ventas en un impuesto al valor agregado (IVA), con la cual se amplía la cobertura de ese impuesto a los servicios con una tasa de 13% (salvo algunas excepciones[1]).

En este ejercicio se estima el efecto del IVA sobre el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Se supone que no habrá efectos de segunda ronda; es decir, que el impacto inicial sobre los precios no generaría expectativas de aumentos ulteriores. Por tanto, el BCCR no aplicaría una política monetaria restrictiva, sino que permitiría que los precios reflejen las mayores tasas impositivas, pues se trataría simplemente de un efecto sobre el nivel de precios, y no sobre la inflación (el impacto inflacionario sería meramente temporal).

De esta forma, el aumento temporal en la inflación sería igual al promedio ponderado (por las participaciones en el IPC) de los aumentos en los precios resultantes por el cambio en la tasa impositiva. El traslado del incremento en la tasa impositiva a los precios estará enteramente en función de la elasticidad precio que presenten las demandas de bienes y servicios, lo que permite plantear los siguientes escenarios para su estimación:

Escenario 1: Traslado del 100% del impuesto al consumidor

Este escenario parte del supuesto de que todos los bienes y servicios tienen una demanda perfectamente inelástica a los precios y, por lo tanto, la totalidad del ajuste del IVA se traslada como un incremento en esos precios. En este caso, se estima que la aplicación del IVA implicaría un aumento máximo en el nivel general de precios de 1,17 p.p. al finalizar el cuarto año de vigencia de la ley. El mayor ajuste en el nivel de precios se registraría durante el primer año de vigencia del impuesto (0,77 p.p.)[2].

Cuadro 2.1 Traspaso total del IVA al IPC (p.p.)

	I año	II año	III año	IV año	Total	Ponderación Nov 2018
IPC general	**0,77**	**0,31**	**0,04**	**0,05**	**1,17**	**100,0**
Regulados	0,5	0,1	0,0	0,0	0,6	16,2
No regulados	0,8	0,4	0,1	0,1	1,3	83,8
Bienes	0,2	0,3	0,0	0,0	0,6	51,5
servicios	1,3	0,3	0,1	0,1	1,8	48,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[1] El IVA establece tarifas reducidas para algunos bienes y servicios. Por ejemplo, 4% para los servicios de salud privada y la compra de boletos aéreos; 2% para las primas de seguros personales, los medicamentos y la educación privada; y 1% para la canasta básica tributaria. En el caso de los servicios turísticos, la aplicación del IVA será escalonada a partir del segundo año de vigencia de la ley.

[2] En el primer año de vigencia del IVA, los servicios que antes estaban exentos comenzarán a ser gravados con el 13% (con algunas excepciones), de ahí que es de esperar que el mayor ajuste en los precios se presente en ese año. En los años siguientes el efecto sobre el nivel de precios estaría acotado a la entrada en vigencia de algunas de las tarifas reducidas y escalonadas establecidas en la ley.

Escenario 2: Traslado parcial del impuesto al consumidor

Este escenario toma en consideración las elasticidades precio de la demanda de algunos subgrupos de alimentos para varios países según estimaciones realizadas por el Departamento de Agricultura de Estados Unidos, donde para el caso de América Latina obtuvo los siguientes resultados:

Cuadro 2.2 América Latina: elasticidad precio de la demanda de algunos subgrupos de alimentos

	Bebidas y Tabaco	Pan y cereales	Carnes	Pescado	Lácteos	Aceites y grasas	Frutas y vegetales	Otros alimentos
América Latina (promedio)	-0,745	-0,336	-0,551	-0,624	-0,598	-0,358	-0,444	-0,549

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

Con base en esto se estima el efecto de la implementación del IVA sobre los grupos del IPC, de la siguiente forma:

Cuadro 2.3 Traslado del aumento en IVA sobre componentes del IPC

Componente del IPC	Traslado % del impuesto
Pan y cereales	80
Carnes y lácteos	60
Frutas	80
Comidas fuera del hogar	60
Prendas de vestir, muebles y electrodomésticos	20
Servicios médicos y de recreación	90
Educación	80
Bienes y servicios diversos	90

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Dado lo anterior, se obtiene un aumento de 1,03 p.p. sobre el nivel general de precios por la aplicación del IVA al finalizar el cuarto año de vigencia del impuesto.

Cuadro 2.4 Traspaso parcial del IVA al IPC (p.p.)

	I año	II año	III año	IV año	Total	Ponderación nov 2018
IPC general	**0,68**	**0,26**	**0,04**	**0,05**	**1,03**	**100,00**
Regulados	0,5	0,1	0,0	0,0	0,6	16,2
No regulados	0,7	0,3	0,0	0,1	1,1	83,8
Bienes	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	51,5
servicios	1,2	0,3	0,1	0,1	1,7	48,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

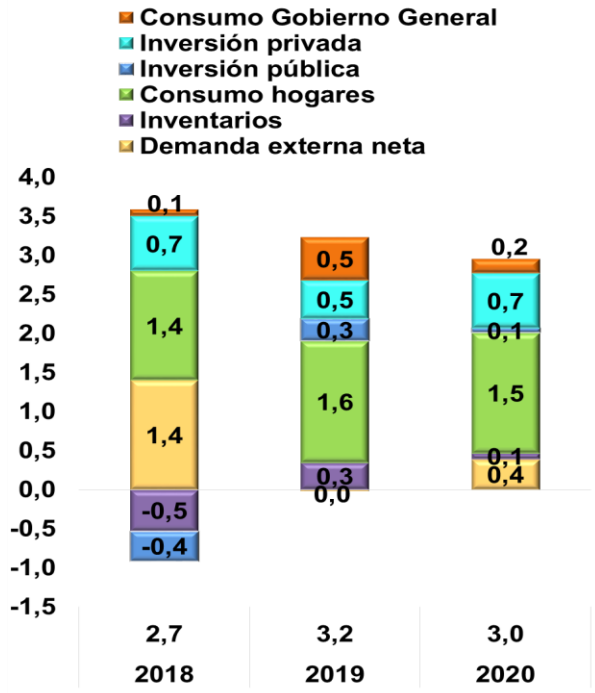
De ambos escenarios se obtiene que el efecto del ajuste del IVA sobre el nivel del IPC sería relativamente bajo (en torno a 1,1 p.p. en los cuatro años de implementación) y cerca del 65% de ese efecto se daría en el primer año.

4.3.2. Crecimiento e ingreso disponible

Se proyecta un crecimiento de la economía costarricense de 3,2% en el 2019 y 3,0% en el 2020, superior al crecimiento estimado para el 2018 (2,7%), pero por debajo del crecimiento potencial para Costa Rica (estimado en alrededor de 3,5%)[39].

Por componentes del gasto (Gráfico 18 y Cuadro 8), se estima que la demanda interna lideraría esa aceleración, con crecimientos de 3,2% y 2,7% para el bienio 2019-2020, respectivamente. En ambos años el crecimiento sería impulsado por el aporte del consumo (público y privado) y la inversión pública, lo que a su vez reflejaría la reducción de la incertidumbre y la mejora de la confianza de los agentes económicos después de la aprobación de la reforma fiscal, la mejora en los términos de intercambio, la recuperación del consumo del gobierno después del efecto negativo de la huelga en 2018, y un ambicioso plan de inversión pública.

Gráfico 18.
Contribución al crecimiento del PIB en volumen por componentes del gasto
Aporte en p.p. a la tasa de variación



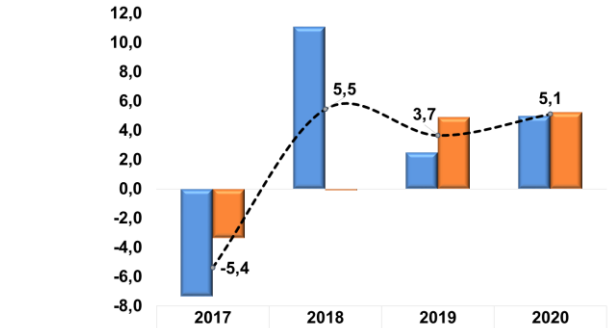
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En particular, el aumento en el consumo de los hogares sería propulsado por la ganancia en los términos de intercambio en el 2019 y su impacto positivo sobre el ingreso disponible, y también por la mejora en la confianza. El crecimiento en el consumo privado, por otra parte, se vería atenuado por los altos niveles de endeudamiento de los hogares (estimado en cerca del 60% del ingreso personal disponible en 2018). Para reflejar este factor, para el bienio 2019-2020 se proyecta una reducción en la propensión media al consumo (la fracción del ingreso personal disponible que se destina al consumo) y un aumento consecuente en la tasa de ahorro. Además, la proyección ajusta el ingreso personal disponible por el impacto de la reforma fiscal, que se estima tendría un efecto negativo sobre el consumo privado equivalente a 0,29% y 0,61% del PIB para los próximos dos años, respectivamente.

[39] El cálculo del crecimiento del PIB potencial se basa en una estimación econométrica de una función de producción para el periodo 2010-2018.

Por su parte, la inversión privada total se moderaría en 2019, con un crecimiento de 3,7%, como consecuencia del menor dinamismo esperado en las actividades de construcción privada. Sin embargo, se espera una aceleración en el volumen de inversión en maquinaria, equipo y otros activos intangibles (Gráfico 19). Después de la contracción observada en 2018 como consecuencia de la incertidumbre fiscal y del estrujamiento financiero ejercido por el Gobierno, la inversión en maquinaria, equipo y otros sería impulsada por la mayor confianza de los agentes económicos y la menor presión financiera del Gobierno en los mercados locales.

Gráfico 19. Inversión privada en volumen
Variación porcentual

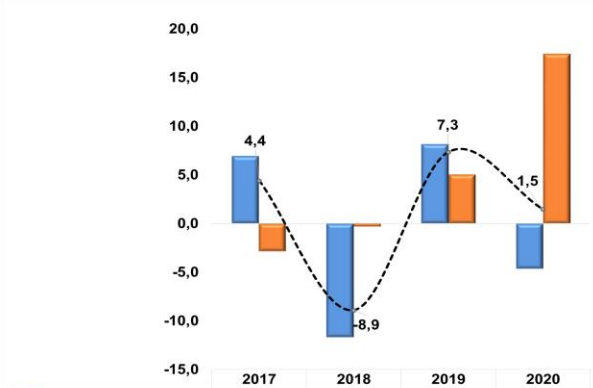


	2017	2018	2019	2020
Construcción	-7,3	11,1	2,5	5,0
Otra inversión	-3,3	-0,1	4,9	5,2
Total Inversión Privada	-5,4	5,5	3,7	5,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Se proyecta que la inversión pública se recuperará fuertemente en 2019 (Gráfico 20), con una tasa de crecimiento de 7,3%, principalmente por la ejecución de obras de infraestructura vial; en particular, el inicio del Proyecto Rehabilitación y Ampliación de la Ruta Nacional N° 32, así como la ejecución de proyectos contemplados en el Programa de Infraestructura de Transporte y la II Etapa de la Red Vial Cantonal (Recuadro 3). La inversión pública se desaceleraría en 2020 (1,5%), debido a que no se cuenta en los planes actuales con nuevas obras de infraestructura de igual magnitud y por encontrarse cerca de su etapa de finalización los proyectos relacionados con el abastecimiento de agua potable y alcantarillado del área metropolitana y zonas costeras. Este comportamiento se vería compensado por el aumento en la adquisición de activos intangibles (desarrollo de programas informáticos) y equipo de cómputo relacionado con el "Programa de fortalecimiento del sistema educativo", así como la adquisición de nuevo equipo ferroviario.

Gráfico 20. Inversión pública en volumen
Variación porcentual

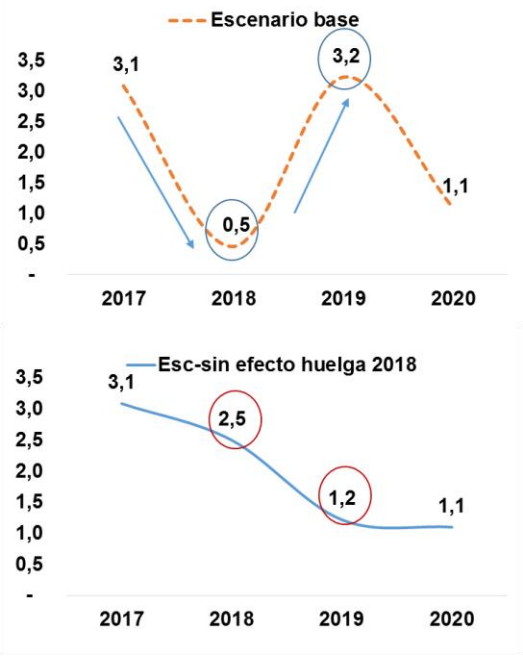


	2017	2018	2019	2020
a. Construcción	6,9	-11,7	8,2	-4,6
b. Otra inversión	-2,9	-0,3	5,0	17,5
Total Inversión Pública	4,4	-8,9	7,3	1,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El gasto de consumo de gobierno mostraría una recuperación importante en el 2019 (3,2%), lo que reflejaría el efecto rebote después del impacto negativo de la huelga en el 2018 (Recuadro 1). Ese crecimiento se daría a pesar de las medidas de contención del gasto incluidas en el Presupuesto Nacional de la República, especialmente la menor contratación de nuevos funcionarios y contención del gasto en bienes y servicios. De hecho, si se aísla el efecto de la huelga, el gasto de consumo del gobierno presentaría una notable desaceleración, como consecuencia de las medidas de ajuste anunciadas por el Ministerio de Hacienda (Gráfico 21). Para el 2020 se espera que continúen las medidas de control del gasto y, disipado el efecto rebote después de la huelga, el consumo del gobierno se moderaría.

Gráfico 21.
Gasto de Consumo de Gobierno General
Variación interanual



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Se estima que, como consecuencia de la reforma fiscal, el consumo de Gobierno en términos del PIB decrecería 0,26 p.p. y 0,71 p.p. en 2019 y 2020 respectivamente, con respecto al 2018. Así, en total, el impacto negativo del ajuste fiscal se estima, por el enfoque de componentes del PIB por el lado del gasto, en 0,55% p.p. en 2019 y 1,31 p.p. en 2020. Como una referencia adicional, en el Recuadro 4 se utiliza una metodología econométrica de multiplicadores fiscales para estimar el efecto agregado dinámico del ajuste fiscal sobre el crecimiento económico. El análisis sugiere que el impacto puede darse con un rezago de al menos un año, por lo que el peso del ajuste se sentiría en los años 2021 (1,24%) y 2022 (0,92%), pero sería relativamente bajo en el bienio 2019-2020. Desde esta perspectiva, las proyecciones de crecimiento en este Programa, que reflejan el impacto resumido en el Cuadro 7, son relativamente conservadoras.

Cuadro 7. Impacto de la reforma fiscal sobre el consumo privado y del Gobierno General
% PIB

	2019	2020
Consumo de los Hogares	-0,29	-0,61
Consumo Gobierno General	-0,26	-0,71
Efecto total	-0,55	-1,31

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la demanda externa, para el bienio se prevén incrementos de 4,3% y 4,6%, respectivamente (Cuadro 8). La exportación de bienes aumentaría en promedio 4,8% en este lapso, congruente con la evolución esperada del crecimiento de nuestros socios comerciales.

Cuadro 8. Demanda y oferta globales en volumen
Variación % interanual

	Promedio 2012-17	2017	2018	2019	2020
Producto Interno Bruto (1+2-3)	**3,6**	**3,4**	**2,7**	**3,2**	**3,0**
1 Demanda interna	**3,7**	**2,8**	**1,2**	**3,2**	**2,7**
a. Consumo privado	4,1	2,8	2,2	2,4	2,4
b. Consumo de gobierno	2,4	3,1	0,5	3,2	1,1
c. Inversión (FBKF)	2,9	-3,1	1,9	4,5	4,3
Inversión privada	*3,0*	*-5,4*	*5,5*	*3,7*	*5,1*
Inversión pública	*2,9*	*4,4*	*-8,9*	*7,3*	*1,5*
d. Variación de Inventarios (% PIB)	-0,1	1,2	1,0	1,7	1,8
2 Exportaciones	**5,1**	**5,0**	**4,1**	**4,3**	**4,6**
Bienes	4,8	6,6	4,9	4,9	4,7
Servicios	5,6	2,8	3,0	3,5	4,5
3 Importaciones	**5,2**	**3,2**	**-0,4**	**4,5**	**4,0**
Bienes	4,2	2,0	-0,4	4,4	3,9
Servicios	10,8	8,4	-0,5	4,6	4,2
Ingreso disponible bruto real	**3,9**	**2,0**	**1,3**	**3,6**	**3,0**

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El volumen de importaciones subiría 4,5% y 4,0% en el 2019-2020, en ese orden, impulsado por el aumento previsto en las compras de materias primas y bienes de capital asociados con la inversión pública y privada y, en menor medida, a la importación de bienes de consumo privado.

Por actividades económicas (Cuadro 9), se proyecta que para los dos siguientes años la aceleración en el crecimiento vendría dada por las actividades que producen para el mercado interno, lideradas por los servicios de educación y salud (de nuevo, como consecuencia del efecto rebote luego de la huelga de 2018). Se espera que las actividades profesionales y de apoyo a empresas también muestren dinamismo.

Cuadro 9. PIB y valor agregado por industria en volumen
Variación % interanual

	Promedio 2012-17	2017	2018	2019	2020
Producto Interno Bruto real	**3,6**	**3,4**	**2,7**	**3,2**	**3,0**
Agricultura, silvicultura y pesca	**2,1**	3,7	2,4	1,9	2,4
Manufactura	**1,2**	3,3	2,9	3,2	4,2
Construcción	**0,2**	-2,1	6,6	1,4	2,1
Comercio	**4,1**	3,0	1,9	1,9	2,4
Transporte y almacenamiento	**3,9**	3,8	2,6	3,1	2,5
Información y comunicaciones	**7,9**	6,7	6,6	5,7	5,8
Actividades financieras y seguros	**10,2**	7,6	3,5	2,5	3,2
Actividades profesionales y de apoyo a empresas	**7,2**	5,6	4,2	5,1	3,8
Enseñanza y salud	**2,8**	3,0	0,3	5,1	2,2
Resto [1/]	**3,0**	2,5	2,1	2,2	2,4

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La actividad manufacturera crecería por la mayor demanda por productos elaborados por empresas del régimen especial y, en el caso de las empresas del régimen definitivo, por el impulso proyectado en la demanda interna.

Recuadro 3. Proyecciones de inversión en obra pública (nuevas construcciones)

Las proyecciones de inversión en obra pública[1] que se contemplan en este Programa Macroeconómico incluyen proyectos que se encuentran dentro de la planificación de las entidades públicas y cuentan con la aprobación y financiamiento requerido. Adicionalmente, estos montos se han ajustado de acuerdo con las tasas de ejecución históricas.

Cuadro 3.1

Actividades	Peso promedio 2012-2017	Millones *USD*			Tasa de variación en volumen			Aporte p.p. tasa de variación en volumen		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Servicios básicos 1/	47,8%	675,3	693,3	594,8	-0,2	-0,3	-16,3	-0,1	-0,1	-6,0
Carreteras caminos y puentes	26,6%	539,5	790,1	868,2	1,1	40,5	7,1	0,3	13,0	3,0
Edificaciones varias 2/	10,5%	167,1	128,7	202,9	-40,3	-24,9	52,9	-5,9	-2,5	3,6
Obras de ingeniería civil 3/	9,1%	139,1	104,0	50,7	-38,3	-27,4	-52,5	-4,5	-2,3	-2,9
Educativa	3,4%	114,4	94,1	56,6	-20,2	-20,1	-41,3	-1,5	-1,4	-2,1
Servicios de Salud	2,7%	52,6	78,0	73,3	0,3	46,6	-6,8	0,0	1,5	-0,3
Total	**100,0%**	**1688**	**1888**	**1846**	**-11,7**	**8,2**	**-4,6**	**-11,7**	**8,2**	**-4,6**

1/ Electricidad, telecomunicaciones, acueductos y alcantarillado
2/ Edificaciones entidades financieras, y otras instituciones públicas.
3/ Puertos y almacenamiento hidrocarburos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el 2018 se estima que la inversión en infraestructura pública se contrajo 11,7% (Cuadro 3.1), principalmente por el efecto de la conclusión de algunas obras de alto alcance que habían impulsado la inversión pública hasta el 2017, como el Centro Internacional de Convenciones, los proyectos de infraestructura universitaria y la Terminal de Contenedores de Moín.

Para el 2019, la aceleración en el desarrollo de proyectos de infraestructura vial será el principal motor del crecimiento de la inversión pública. Algunas de estas obras se contrataron bajo el concepto de "llave en mano", con un alto componente importado. En estos casos hay una compañía internacional responsable de la obra que recibe los recursos del Gobierno costarricense, conforme el ejecutor refrende el avance de la obra. La empresa extranjera no se constituye jurídicamente en el país, sino que llega específicamente por el lapso requerido para ejecutar la obra e importa la mayor parte de los insumos y recursos de capital y humanos del país de origen de la empresa.

Para el 2020 no se cuenta con nuevas obras de igual magnitud a las del año anterior que permitan mantener un alto crecimiento de la inversión en infraestructura, por lo que se proyecta una contracción en la inversión pública.

[1] Este recuadro se refiere a las proyecciones de inversión pública en nuevas construcciones, que son un componente de la inversión pública total (que incluye además la inversión en maquinaria, equipo y en activos intangibles).

La actividad agropecuaria para el 2019-20 crecería 1,9% y 2,4%, respectivamente. La moderación prevista en el 2019 en relación con el 2,4% estimado para 2018 se asocia con la incidencia del fenómeno climático El Niño-Oscilación del Sur (ENOS)[40], que reforzaría la sequía que se presenta normalmente entre noviembre y marzo, con el consecuente impacto en los cultivos que se producen en la zona del litoral Pacífico (caña de azúcar, café, tubérculos, granos básicos y pecuarios). Para el 2020 el crecimiento de las actividades agropecuarias estaría sustentado en los productos que se colocan en el mercado externo, como piña, banano y café, así como hortalizas para el mercado interno.

Las proyecciones contemplan un crecimiento del ingreso nacional disponible de 3,6% en 2019 y 3,0% en 2020, asociado a la evolución del PIB y la mejora en los términos de intercambio en el 2019. Como se indicó antes, el ingreso personal disponible se ajustó por el efecto de la reforma fiscal recién aprobada.

Recuadro 4. El multiplicador fiscal en Costa Rica y el impacto del ajuste fiscal sobre el crecimiento económico

Estimación del multiplicador fiscal[1]

Después de la crisis financiera de 2008, se reavivó el debate mundial sobre el impacto de la política fiscal en el crecimiento económico. Diferentes gobiernos decidieron implementar programas de estímulo aun cuando en la literatura empírica no existe consenso sobre la efectividad de la política fiscal para impulsar el crecimiento. La discusión se enmarca de manera clara entre dos escuelas del pensamiento económico: los neoclásicos y los neokeynesianos.

En términos generales, los efectos de la política fiscal sobre el crecimiento de la producción dependerán del horizonte temporal considerado, el comportamiento esperado de los agentes económicos y la credibilidad de las decisiones tomadas por el gobierno. Por ejemplo, la teoría tradicional neokeynesiana supone un horizonte de mediano plazo, con agentes que no consideran para sus decisiones la restricción presupuestaria inter-temporal del gobierno o que no pueden hacerlo por restricciones financieras, así como una estructura de precios con rigideces. Se esperaría entonces un impacto positivo (negativo) en la producción si la política fiscal es expansiva (contractiva).

[1] Basado en Lankester y Loaiza (2019), "Efectos dinámicos de la política fiscal costarricense". Documento en proceso.

[40] Se refiere a un fenómeno en el océano Pacífico ecuatorial caracterizado por una desviación positiva de la temperatura superficial del mar de magnitud igual o superior a 0,5 grados Celsius, promediada en el curso de tres meses consecutivos Este fenómeno se manifestaría en 2019. Fuente: Pronóstico climático estacional (Noviembre 2018 – Marzo 2019), Instituto Meteorológico Nacional.

Por otro lado, la teoría neoclásica supone un horizonte temporal infinito, una restricción presupuestaria inter temporal del sector público y agentes racionales que toman decisiones con perspectivas de largo plazo[2]. Con base en ello, la decisión del agente prevé que un aumento en el gasto de gobierno hoy se convertiría en un aumento de los impuestos mañana, por lo que no hay cambios en sus decisiones de consumo dado que el ingreso disponible no se modifica intertemporalmente. Es decir, la política fiscal sería neutral (equivalencia Ricardiana): independientemente de cómo se financie, un aumento en el gasto de gobierno no tiene un efecto sobre el consumo y, por tanto, tampoco sobre la producción.

La evidencia que se desprende de estudios empíricos es mixta: las estimaciones de los efectos difieren en magnitud y duración, tanto para países desarrollados como para economías emergentes. Con información para 44 países, Ilzetzki et al. (2013) encontraron que el efecto del gasto sobre el producto es mayor para países desarrollados que para economías en desarrollo; mayor en economías con tipos de cambio predeterminados que en economías con tipo de cambio flexible; menor en economías abiertas que en economías cerradas; y negativos en países con altos niveles de deuda.

El hallazgo de que los multiplicadores fiscales son menores para economías emergentes es bastante coherente en la literatura empírica, Contreras y Battelle (2014), por ejemplo, obtienen un multiplicador del gasto de 0,26 para Centroamérica, 0,18 para Argentina y 0,2 para Paraguay. El FMI (2018), mediante múltiples metodologías, obtiene un multiplicador del gasto para América Latina de 0,3 en promedio. ¿Por qué son bajos los multiplicadores en economías emergentes? Por ciertos rasgos que las caracterizan, tales como restricciones de liquidez en el mercado financiero, niveles elevados de deuda, una importante inflexibilidad en el gasto público, una gran apertura comercial y flexibilidad en el régimen cambiario (CEPAL, 2017; FMI, 2014).

En el caso de Costa Rica, el tema ha sido poco estudiado. Estevao y Samake (2013) estimaron que el multiplicador de impacto del gasto es de 0,15 mientras que el de ingreso es de 0,02. La presente estimación es un aporte importante en ese sentido.

Con base en la metodología de vectores autorregresivos estructurales (VARE) propuesta por Blanchard y Perotti (2002), se determina la magnitud y dirección del impacto de un choque exógeno en la política fiscal sobre la economía costarricense. Para ello, se utiliza información de gastos e ingresos del Gobierno Central[3], así como el PIB, desde el I trimestre de 1991 hasta el IV trimestre de 2017.

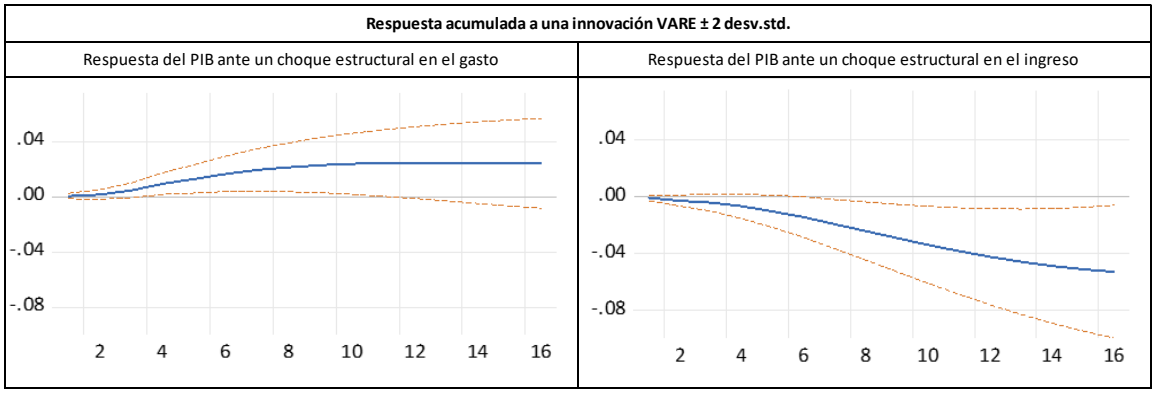
Las series se desestacionalizaron, se agregó una tendencia lineal y variables dicotómicas para controlar por eventos específicos como el cierre del Banco Anglo y la crisis financiera internacional. Además, se incluyó como variable exógena una medida de los términos de intercambio para controlar por el efecto de la demanda externa y los precios de los combustibles sobre el gasto e ingreso del gobierno.

_____

[2] Teoría sobre el ciclo de vida de Modigliani y teoría sobre el ingreso permanente de Friedman.

[3] Se definen los ingresos del Gobierno Central como el ingreso total menos intereses y transferencias y el gasto como la suma del gasto en sueldos y salarios, cargas sociales, gasto en bienes y servicios e inversión en activos no financieros.

Gráfico 4.1. Funciones de impulso-respuesta



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para la identificación del sistema VARE se supuso que el nivel de producción no afecta el gasto de gobierno de manera contemporánea (es decir, en el mismo trimestre), y que los ingresos tributarios cambian ante cambios en la producción de acuerdo con la elasticidad estimada.

Con base en esta especificación, y de acuerdo con los resultados de las funciones de impulso respuesta, se obtiene para el gasto, de manera acumulada, un multiplicador positivo y estadísticamente significativo. Por otra parte, el multiplicador estimado para el ingreso es negativo de manera acumulada y estadísticamente significativo a partir del VI trimestre.

Cuadro 4.1

Multiplicadores acumulados por trimestre

Trimestre	Gasto	Ingreso
4	0,19	-0,05
6	0,26	-0,09
8	0,30	-0,14
10	0,31	-0,19

Nota: Valores en rojo son no significativos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

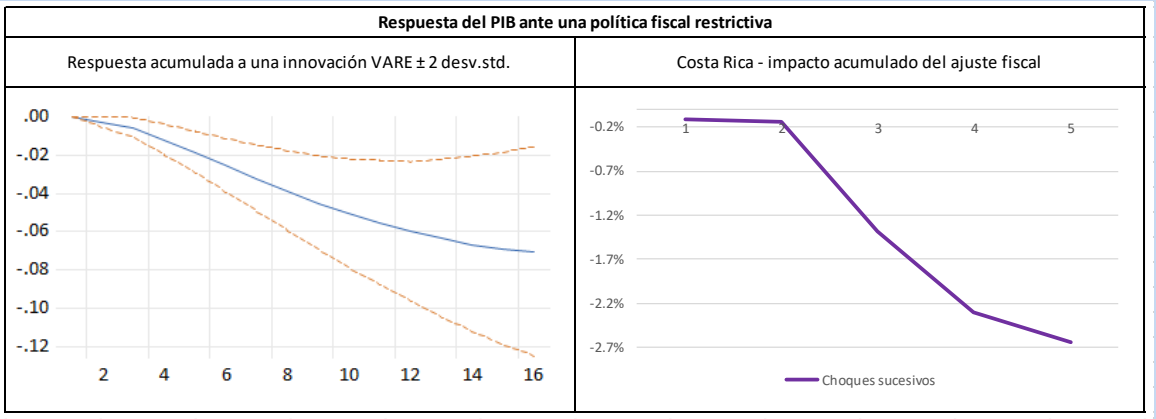
Específicamente, el cuadro 4.1 muestra los resultados de los multiplicadores acumulados a varios horizontes: un incremento de 1% en el gasto se asocia a un incremento de 0,19% en el crecimiento un año después, y un incremento de 1% en el ingreso tributario se asocia con una disminución de 0,09% en el crecimiento un año y medio después. Ambos resultados están en línea con lo previsto por la teoría neokeynesiana. Además, son congruentes con la evidencia internacional, y confirman que el multiplicador fiscal es típicamente bajo en economías emergentes pequeñas y muy abiertas como la costarricense. Esto implica que la política fiscal tiene bajo impacto contracíclico en Costa Rica: es decir, las expansiones fiscales no impulsan mucho el crecimiento, y los ajustes fiscales tampoco lo frenan demasiado.

Estimación del impacto del ajuste fiscal sobre el crecimiento económico

Este análisis combina el cálculo del ajuste fiscal estimado de las medidas administrativas tomadas en el 2018 para controlar el crecimiento de las remuneraciones en el Gobierno Central y de la Ley 9635, Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Recuadro 5) con las estimaciones del multiplicador fiscal, para aproximar su efecto sobre el crecimiento económico en los próximos años.

En el panel izquierdo del siguiente gráfico se refleja la consecuencia de un choque negativo de una desviación estándar en el gasto y uno positivo en el ingreso, de forma combinada y simultánea. Según los resultados del ejercicio econométrico, el PIB tendría un impacto agregado negativo aún cinco años después del impacto del ajuste fiscal.

Gráfico 4.2. Función impulso-respuesta y el impacto acumulado estimado del ajuste fiscal



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El ejercicio supone que los choques son inesperados para los agentes año tras año (aunque, en realidad, parte al menos de estos ajustes serán esperados). Por lo tanto, el estimado proveería un límite superior al efecto sobre el crecimiento. El siguiente cuadro muestra el detalle de los efectos marginales y acumulados en el período 2019-2023 (el efecto acumulado representa el efecto sobre el nivel del PIB).

Cuadro 4.2

Impacto del ajuste fiscal sobre el crecimiento económico

		2019	2020	2021	2022	2023
Ajuste fiscal marginal	Efecto acumulado	-0.11%	-0.14%	-1.38%	-2.30%	-2.64%
	Efecto marginal	-0.11%	-0.03%	-1.24%	-0.92%	-0.34%

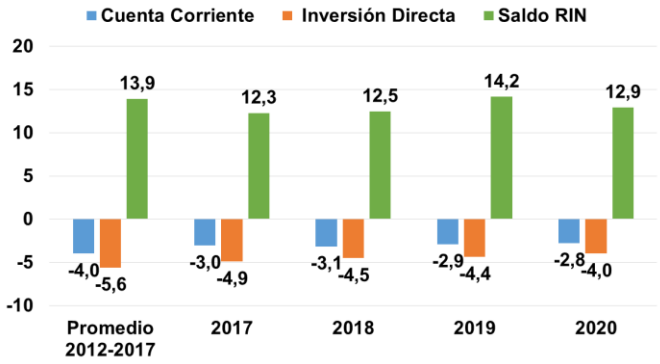
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Basado en estos cálculos, el efecto estimado sobre el crecimiento sería de -0,11% en el 2019 y de -0,03% en el 2020. El impacto marginal mayor se daría en los años 2021 y 2022, dada la magnitud del ajuste en esos años y el rezago estimado en el efecto. Los resultados de este análisis agregado ("de arriba hacia abajo") sirven como referencia y como un control de coherencia para el enfoque desagregado ("de abajo hacia arriba") que utiliza el Programa Macroeconómico para proyectar el crecimiento del PIB y el impacto del ajuste fiscal sobre sus componentes.

4.3.3. Balanza de pagos

La cuenta corriente de la balanza de pagos mostraría en el 2019-2020 un déficit de 2,9% y 2,8% del PIB, respectivamente, valores inferiores al del 2018 en virtud del mayor dinamismo proyectado para las exportaciones netas de servicios. La brecha de cuenta corriente sería financiada con capitales de largo plazo, principalmente inversión directa (Gráfico 22 y Cuadro 10).

Gráfico 22. Balanza de Pagos [1/]
-% PIB-



[1/] Datos estimados para 2018 y proyecciones para 2019-2020.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para el 2019 se espera un crecimiento nominal de las importaciones de 4,1%, parcialmente compensado por una caída de 14,2% en el valor de la factura petrolera con respecto al año previo (efecto combinado de una reducción en el valor unitario del barril de 17,7% y un aumento en la cantidad de barriles de 4,2%)[41]. En el 2020, se estima un crecimiento de las importaciones de 5,7%. Un determinante fundamental de dicho aumento sería la adquisición de bienes de capital asociados a proyectos de infraestructura pública.

Cuadro 10. Balanza de Pagos [1/]
-millones de *USD*-

	2017	2018	Proyecciones	
			2019	2020
I Cuenta corriente	-1.774	-1.888	-1.742	-1.750
A. Bienes	-5.180	-5.189	-5.187	-5.425
Exportaciones FOB	10.808	11.454	12.139	12.882
Importaciones CIF	15.988	16.643	17.326	18.307
Hidrocarburos	1.371	1.591	1.365	1.421
B. Servicios	5.841	6.172	6.466	6.885
Viajes	2.828	2.970	3.149	3.421
C. Ingreso Primario	-2.941	-3.321	-3.471	-3.663
D. Ingreso Secundario	507	450	449	453
II Cuenta de Capital	41	31	32	34
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.733	-1.857	-1.710	-1.716
III Cuenta financiera	-1.314	-2.247	-2.728	-1.398
Sector Público	-132	-998	-1.413	-505
Sector Privado	-1.182	-1.249	-1.315	-894
Inversión Directa	-2.856	-2.715	-2.628	-2.528
IV Activos de Reserva	-419	390	1.018	-318

[1/] Datos estimados para 2018 y proyecciones para 2019-2020.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[41] Para la proyección del precio del petróleo se utilizan como referencia las cotizaciones de contratos de futuros del crudo WTI para diciembre de cada año de proyección. A estos valores se les adiciona *USD* 12 por barril, que corresponde a la diferencia histórica entre el precio del crudo y del valor de producto terminado.

Por su parte, las exportaciones nominales crecerían 6,0% en 2019 y 6,1% en 2020, impulsadas por el dinamismo esperado en las ventas de los regímenes especiales. En el comportamiento del sector exportador del régimen definitivo influiría positivamente una demanda externa cuya tasa de expansión se mantiene estable en torno al 3,5%, pero negativamente el conflicto político en Nicaragua. Las ventas de servicios con mejor desempeño serían las asociadas al turismo receptivo, apoyo empresarial, y las de informática e información.

En el periodo 2019-2020 se prevé un mayor endeudamiento del gobierno (créditos externos de apoyo presupuestario y colocación de bonos deuda externa) y flujos netos de inversión directa acordes con los observados en años previos. Esto mantendría la tendencia al alza en las erogaciones por servicio de deuda externa (pública y privada) y por inversión directa en el país. Así, el déficit de ingreso primario se ubicaría en un 5,8% del PIB en ambos años (5,5% en 2018).

Para la cuenta de ingreso secundario se prevé un superávit relativamente estable en relación con los últimos años. Este rubro refleja principalmente las remesas netas que recibe la economía costarricense: los recursos recibidos por el país de costarricenses en el exterior superan a los enviados al exterior por extranjeros residentes en Costa Rica.

En cuanto a las operaciones financieras, las proyecciones contemplan colocaciones de títulos de deuda en los mercados internacionales por parte del Gobierno por *USD* 1.500 millones por año en 2019 y 2020, además de acceso a financiamiento multilateral de apoyo presupuestario por *USD* 450 millones en total en esos dos años. Estos recursos ayudarían a atender el financiamiento requerido por el gobierno y reducir la presión sobre las tasas de interés domésticas. Adicionalmente, se prevé para el bienio un aumento de los pasivos de las entidades públicas no financieras asociados a proyectos de inversión, particularmente, del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), el Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados (ICAA) y la CCSS.

Por su parte, los flujos netos de ahorro externo para el sector privado se mantendrían en alrededor del 1,8% del PIB. Como es ya característico de la economía costarricense, sobresalen entre estos flujos los pasivos canalizados al país por concepto de inversión directa, que rondarían el 4,2% del PIB. La inversión directa ha sido motor fundamental del crecimiento económico y de la diversificación de las exportaciones. El resto del capital privado, por otra parte, registraría un flujo neto negativo, como ha ocurrido en los últimos años, asociado a la diversificación de la cartera de inversiones por parte de residentes en los mercados financieros internacionales.

4.3.4. Proyecciones fiscales

La aprobación de la reforma fiscal en diciembre de 2018 (Ley 9635) cambió fundamentalmente las perspectivas fiscales para el mediano y largo plazo. De ser implementadas estrictamente sus disposiciones, esta ley, junto con las medidas administrativas adoptadas en la segunda mitad de 2018 para contener el crecimiento en las remuneraciones, conllevarían a un ajuste fiscal considerable y permitirían restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo (Recuadro 5). En particular, la razón de la deuda total del Gobierno Central a PIB se estima alcanzaría su máximo en 2023 y empezaría a descender a partir del 2024.

Sin embargo, dada la gradualidad que contempla la reforma (su rendimiento se materializaría fundamentalmente en el mediano plazo), en los próximos dos años las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno continuarán siendo altas y la razón de su deuda a PIB mantendrá la tendencia creciente (Cuadros 11 y 12). Este Programa Macroeconómico supone que el Gobierno contará con aprobación legislativa para acceder, en el bienio 2019-2020, a financiamiento externo de fuentes multilaterales y por medio de la colocación de bonos en el mercado internacional. A pesar del aumento en los requerimientos brutos de financiamiento del Gobierno en relación con 2018, el acceso a recursos externos permitiría reducir significativamente el monto de financiamiento interno (como proporción del PIB).

El déficit financiero del Gobierno Central sería equivalente a 6,2% del PIB en 2019 y 5,8% en 2020 (desde 6,0% en 2018), y pesaría en su evolución la dinámica creciente del gasto por intereses. El déficit primario, por otra parte, que excluye los intereses y provee por tanto un mejor indicador del esfuerzo de ajuste fiscal, continuaría en la trayectoria descendente iniciada en 2018, cuando alcanzó 2,4% del PIB y bajaría a 2,1% y 1,2% en el siguiente bienio.

Cuadro 11. Gobierno Central: necesidades brutas de financiamiento[1/]
% del PIB

	2017	2018	2019	2020
Necesidades brutas	**11,6**	**12,3**	**12,7**	**11,9**
Déficit financiero	6,1	6,0	6,2	5,8
Amortizaciones	5,5	6,3	6,5	6,1
Fuentes	**11,6**	**12,3**	**12,7**	**11,9**
Deuda Interna	11,1	11,7	8,4	8,2
Deuda Externa	0,6	0,6	4,3	3,7

[1/] Proyecciones para 2019-2020.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

El déficit financiero del Banco Central se proyecta en 0,3% y 0,4% del PIB en 2019-2020, con un ligero aumento que reflejaría mayores costos de operaciones de esterilización monetaria.

Finalmente, el resto del sector público no financiero continuaría con resultados superavitarios de 1,0% del PIB en cada año, impulsado, al igual que en el 2018, por el comportamiento positivo de las finanzas de la CCSS, principalmente, del régimen de Invalidez, Vejez y Muerte[42].

Recuadro 5. Estimación del ajuste fiscal asociado a la Ley 9635 y de las medidas administrativas complementarias

La Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, Ley 9635[1], contiene reformas a los impuestos sobre la renta y las ventas, mandatos para contener el crecimiento del gasto (límites a las remuneraciones e introducción de una regla fiscal), y una amnistía tributaria.

Del lado de los ingresos, la amnistía tributaria fue el primer elemento de la reforma en generar rendimientos (de manera parcial, ya que sigue vigente hasta el 3 de marzo de 2019), pues dio lugar a ingresos para el Gobierno de 0,2% del PIB en el 2018. El resto de la reforma tributaria entrará en vigencia gradualmente, según los transitorios establecidos en la ley y en virtud de la necesidad de reglamentar y ajustar los sistemas informáticos para su adecuado cobro.

Por el lado de las erogaciones, la reforma consolida las medidas administrativas que decretó el Ministerio de Hacienda en 2018, y orientadas a contener el gasto en las remuneraciones en el Gobierno Central. El impacto fiscal de esas medidas en 2018 se estima en 0,12% del PIB (mayor detalle en sección 3.2.4 de este Programa).

El ajuste fiscal que deriva de la Ley 9635 y de las medidas administrativas adoptadas en el 2018 se estima como el cambio en la razón del resultado primario al PIB en el período 2019-2023. Para el año 2018, el ajuste se estima como la suma del rendimiento de la amnistía tributaria y el impacto estimado de las medidas administrativas implementadas en el segundo semestre de ese año.

Cuadro 5.1. Estimación del ajuste fiscal (% del PIB)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos totales	14,2	*14,6*	*15,2*	*15,4*	*15,5*	*15,5*
Gasto primario	16,6	*16,7*	*16,4*	*16,1*	*15,5*	*15,0*
Resultado primario	-2,43	*-2,1*	*-1,2*	*-0,7*	*0,0*	*0,5*
Amnistía tributaria	0,2					
Medidas administrativas	*0,1*					
Ajuste primario marginal [1/]	*0,3*	*0,30*	*0,98*	*0,47*	*0,66*	*0,50*
Ajuste primario acumulado	*0,30*	*0,60*	*1,58*	*2,05*	*2,71*	*3,21*

[1/] Cambios en el déficit primario. Para 2018, el ajuste se estima sumando el rendimiento de la amnistía tributaria y el estimado para las medidas administrativas sobre remuneraciones implementadas en la segunda mitad de ese año.

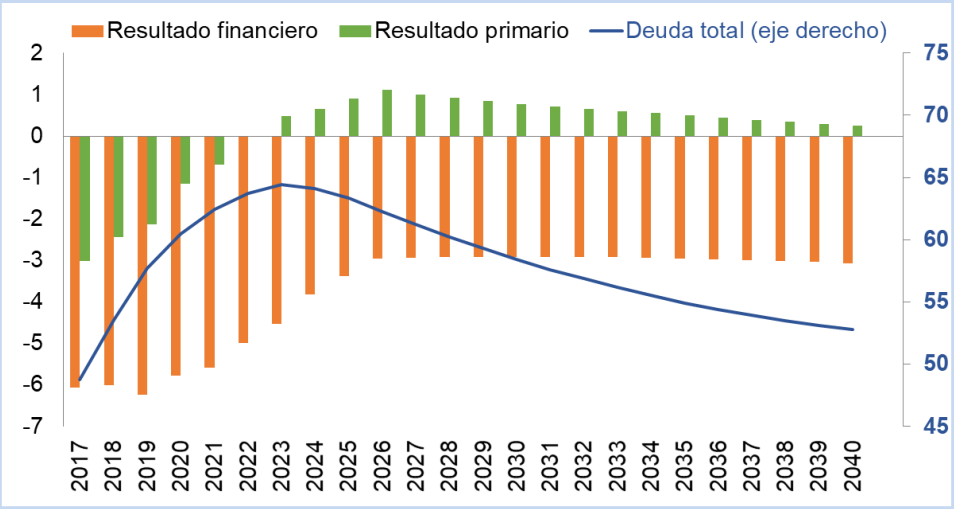
Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

[1] Para mayor detalle consultar el criterio del Banco Central sobre el proyecto de ley, posteriormente aprobado como Ley 9635.

[42] Este resultado no se refiere a la sostenibilidad de largo plazo del régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM), sino únicamente al resultado financiero de corto plazo.

Como se muestra en el cuadro 5.1 y gráfico 5.1, este ajuste fiscal permitiría alcanzar un superávit primario al 2023, suficiente para lograr un punto de inflexión en la pendiente de la razón deuda pública a PIB a partir de 2024.

Gráfico 5.1.
Gobierno Central: Proyección deuda total y resultados financiero y primario */
(% PIB)

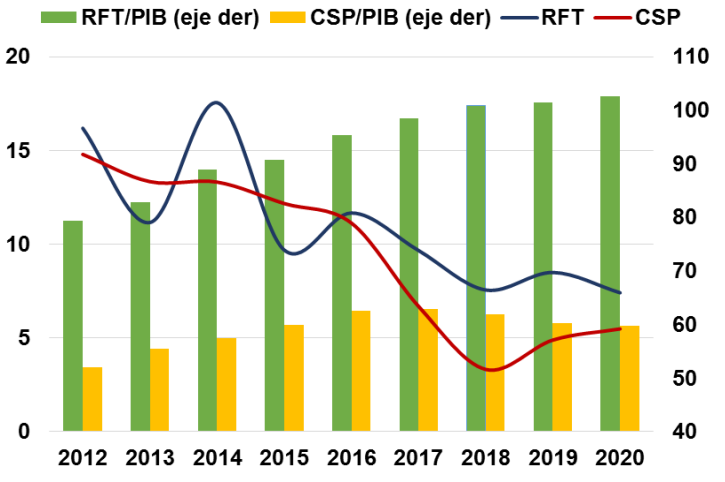


*/ Supone una recuperación de la carga tributaria histórica, a partir de 2024, como base sobre la que se acumula el impacto recaudatorio de la reforma fiscal.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

4.3.5. Agregados monetarios y crediticios

Dada la meta de inflación, el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo y el financiamiento requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crecerá 8,5% y 7,4% en 2019-2020. Ello llevaría a una recuperación moderada del crecimiento del crédito al sector privado de 4,9% en 2019 y 5,5% un año después, desde 3,5% en 2018 (Gráfico 23 y Cuadro 12).

Gráfico 23. Riqueza financiera total y crédito al sector privado 1/
Variación % interanual y % del PIB



1/ Sin efecto cambiario.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 12. Principales variables macroeconómicas */

	Promedio 2012-2017	2017	2018	2019	2020
PIB (miles de mill de ¢)		33.015	34.691	37.441	39.755
Crecimiento real (%)					
PIB	3,6	3,4	2,7	3,2	3,0
Ingreso Nacional Disponible Bruto	3,9	2,0	1,3	3,6	3,0
Tasa de desempleo [1/]	9,6	9,3	10,2		
Inflación (meta interanual)					
Variación de IPC (%)	2,6	2,6	2,0	3,0 (±1,0)	
Balanza de Pagos (% PIB)					
Cuenta corriente	-4,0	-3,0	-3,1	-2,9	-2,8
Cuenta financiera	-4,8	-2,3	-3,7	-4,5	-2,2
Inversión Directa	-5,6	-4,9	-4,5	-4,4	-4,0
Saldo RIN (% PIB)	13,9	12,3	12,5	14,2	12,9
Sector Público Global Reducido (% PIB) [2/]					
Resultado Financiero	-5,2	-5,3	-4,9	-5,5	-5,2
Gobierno Central	-5,5	-6,1	-6,0	-6,2	-5,8
Resultado primario	*-2,8*	*-3,0*	*-2,4*	*-2,1*	*-1,2*
Resto SPNF	1,0	1,2	1,5	1,0	1,0
BCCR	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Deuda Gobierno Central (%PIB) [3/]	40,6	48,7	53,6	57,7	60,4
Agregados monetarios y crediticios (variación %) [4/]					
Liquidez total (M3)	11,0	9,3	2,7	7,6	7,5
Riqueza financiera total	12,7	9,6	7,5	8,5	7,4
Crédito al sector privado	11,9	6,7	3,5	4,9	5,5
Moneda nacional	*12,9*	*11,8*	*6,2*	*7,5*	*8,3*
Moneda extranjera	*10,8*	*0,3*	*-0,6*	*1,0*	*1,0*

*/ Estimaciones 2018 y proyecciones 2019-2020
[1/] Al III trim-2018, según Encuesta Continua de Empleo.
[2/] Estimaciones del Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.
[3/] Estimación Modelo de Sostenibilidad Fiscal, Banco Central de Costa Rica.
[4/] Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

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

4.4. Análisis de riesgos

Las proyecciones macroeconómicas en este Programa parten de la mejor información disponible a enero de 2019. Existen, sin embargo, riesgos provenientes del contexto internacional y de eventos internos que, de materializarse, podrían generar desvíos en estas previsiones.

En el ámbito externo destacan:

a) Menor crecimiento de la economía mundial. De ocurrir afectaría directamente la demanda externa y, con ello, el crecimiento económico de la economía nacional. Si bien las proyecciones para el bienio 2019-2020 han sido revisadas a la baja por los organismos internacionales con respecto al ejercicio de la revisión del Programa Macroeconómico 2018-2019 de julio pasado, persisten riesgos a la baja, entre los cuales destacan:

   i) Una "normalización" más acelerada de la esperada de la política monetaria en naciones avanzadas, que podría generar menores tasas de crecimiento y una salida de capitales desde mercados emergentes.

   ii) Recrudecimiento de las tensiones comerciales, particularmente entre EUA y China.

   iii) Una caída en el apetito por riesgo y un aumento en la volatilidad en mercados financieros internacionales.

   iv) Recrudecimiento de problemas políticos en países de la región.

b) Mayor volatilidad en los precios internacionales de materias primas. En particular, la evolución del precio del petróleo es determinante, pues incide en los términos de intercambio y el ingreso disponible del país e impacta el comportamiento de los precios internos.

   La cotización del petróleo muestra alta variabilidad diaria, ya que es muy sensible a factores como tensiones geopolíticas y comerciales, exceso de oferta, y las perspectivas de crecimiento económico mundial, entre otros. Por tanto, es importante contar con un indicador que permita dar seguimiento a la variabilidad esperada del precio de esta materia prima, como el índice de volatilidad del precio del petróleo (OVX), que mide con periodicidad diaria la desviación estándar en los precios de ejercicio de opciones con vencimiento menor a 30 días. Niveles del OVX entre 20 y 30 se consideran normales, por debajo de 20 denotan calma en precios, mientras que por encima de 30 indican inestabilidad o alta volatilidad en el mercado. A partir de octubre de 2018 el OVX ha mostrado niveles por encima de 30.

Por ejemplo, el índice de volatilidad al 25 de enero de 2019 fue de 35,21, Considerando que el precio del WTI fue de *USD* 53,69 ese día, el rango de variación sería de ± *USD* 19. Si esos precios se materializaran y persistieran por un año o más, podrían generar un impacto máximo en torno a ± 0,7 p.p. en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos respecto al PIB[43].

Por su parte, los principales factores de riesgo interno en el horizonte de pronóstico están relacionados con:

a) Ausencia de autorización legislativa para el financiamiento externo del Gobierno. El presente Programa Macroeconómico supone que las necesidades de financiamiento del Gobierno Central serán parcialmente cubiertas en el periodo 2019-2020 mediante acceso a créditos multilaterales y la emisión de títulos valores en el exterior por *USD* 1.500 millones en cada año. Dado que en el bienio 2019-2020 el Gobierno enfrentará un elevado requerimiento bruto de financiamiento, en caso de no contar con aprobación legislativa para acceder al mercado internacional (en particular, para colocar bonos de deuda externa), debería atender sus necesidades financieras en el mercado local. Esto presionaría al alza las tasas de interés domésticas, lo que tendería, entre otros efectos, a deprimir el crecimiento de la actividad económica y del empleo, y por tanto a aumentar la pobreza (Recuadro 6).

Recuadro 6. Implicaciones macroeconómicas de que el Gobierno no cuente con autorización legislativa para colocar bonos en el mercado internacional

Durante el 2018, el creciente déficit fiscal, la trayectoria insostenible de la deuda pública y las dudas sobre la aprobación del proyecto de Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, hoy convertido en Ley 9635, generaron una alta incertidumbre, que se exacerbó a partir de setiembre. Esa incertidumbre se tradujo en un problema de confianza sobre la capacidad de pago del Gobierno y, por ende, en un encarecimiento de su deuda y en una reducción de su plazo. Además, la incertidumbre afectó negativamente el consumo, la inversión y la actividad económica.

Con la aprobación de la Ley 9635 se fortalece la confianza de los mercados. Sin embargo, en virtud de la gradualidad del ajuste fiscal que la reforma conlleva, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno siguen siendo altas en el período 2019-2020.

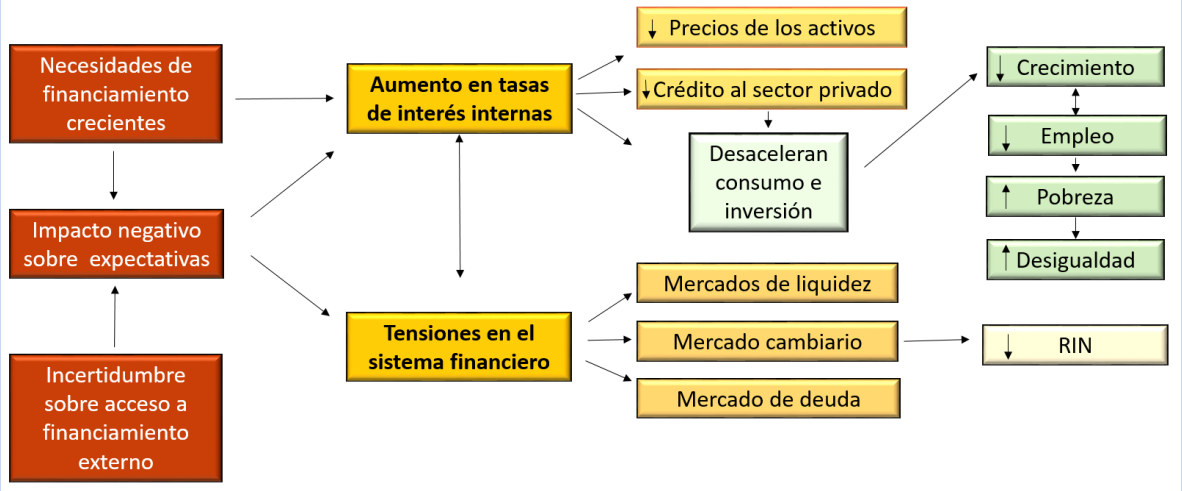
El presente Programa Macroeconómico incorpora, en su escenario base, el supuesto de que en el bienio 2019-2020, el Gobierno tendrá acceso a financiamiento externo multilateral y a la colocación de bonos de deuda externa. Esto permitiría reducir presiones sobre los mercados y las tasas de interés internas, y reforzaría aún más la confianza, con efectos positivos sobre el crecimiento económico y la generación de empleo.

[43] Este efecto se estima suponiendo una elasticidad precio-demanda de 0,28.

En este recuadro se describe un escenario alterno, en que se supone que el Gobierno tendría acceso al financiamiento multilateral pero no contaría con aprobación legislativa para la colocación de bonos de deuda externa[1]. Eso implicaría que las necesidades de financiamiento durante los próximos dos años deberían atenderse fundamentalmente en el mercado interno, con deuda más costosa y a menores plazos, y con la consecuente presión sobre las tasas de interés locales.

En la Figura 6.1 se describe el mecanismo por el cual se transmitirían los efectos de esta mayor presión y las consecuencias sobre los principales indicadores macroeconómicos.

Figura 6.1. Mecanismo de transmisión de presiones de financiamiento del Gobierno Central



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Con el propósito de asignar órdenes de magnitud a los efectos macroeconómicos de la ausencia de financiamiento externo vía títulos de deuda externa, se simuló dicha situación con las herramientas de modelación del BCCR. Los resultados se presentan en el Cuadro 6.1, y se comparan con el escenario base.

La primera manifestación del mayor requerimiento de financiamiento interno del Gobierno Central sería una presión al alza en las tasas de interés locales. Como consecuencia, el costo marginal de la deuda del Gobierno aumentaría y habría menos recursos para financiar las actividades productivas del sector privado (efecto estrujamiento). El crédito al sector privado crecería a una tasa promedio menor en 0,7 p.p. a la estimada en el escenario base.

El acceso más limitado y costoso al crédito afectaría negativamente el consumo y la inversión, y por tanto el crecimiento económico.

La mayor presión y dificultad del Gobierno Central de financiar sus obligaciones podría reducir la confianza en los títulos soberanos y generar incertidumbre, tal como ocurrió en la segunda mitad de 2018. Esto podría llevar de nuevo a expectativas volátiles y a presiones en los mercados de liquidez y deuda, tanto en colones como en dólares, así como a presiones al alza sobre el tipo de cambio. El BCCR tendría que utilizar parte de sus reservas internacionales para moderar la intensidad de la presión cambiaria.

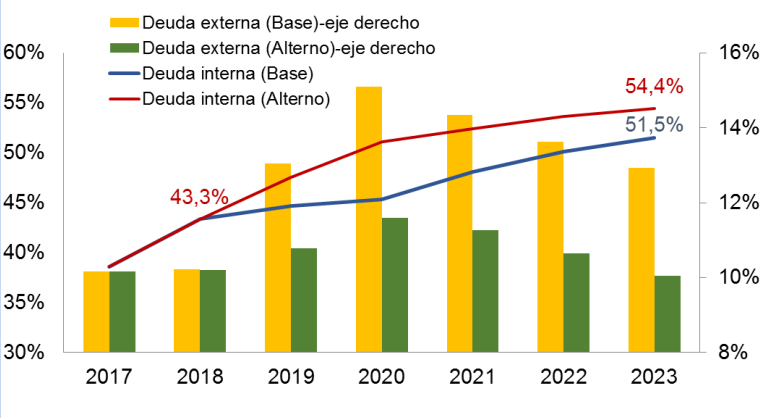
[1] Proyecto de ley "Autorización emisión de títulos valores en el mercado internacional y contratación de líneas de crédito", expediente legislativo N° 21.201.

Cuadro 6.1. Escenarios según acceso a financiamiento externo

	Promedio 2019-2020	
Escenarios:	**Base**	**Alterno**
Deuda total Gobierno Central [a]	59,1	60,5
Deuda interna Gobierno Central [a]	45,0	49,3
Carga de intereses [b]	4,4	5,1
Crédito al sector privado [c]	5,2	4,5
Producto Interno Bruto [c]	3,1	2,1

[a] Saldo anual como porcentaje del PIB.
[b] Proporción del PIB.
[c] Tasa de crecimiento anual.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 6.1. Deuda interna y externa del Gobierno Central (% del PIB)
Escenarios base y alterno



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La restricción al endeudamiento externo y la mayor presión en el mercado financiero local implicaría, una reducción del consumo y de la inversión, deprimiría el crecimiento económico y generaría mayor desempleo. Todo ello se manifestaría finalmente en un deterioro de los indicadores de pobreza y en una distribución de la riqueza menos equitativa.

b) Tensiones sociales (huelgas). Tensiones sociales en los años 2019-2020 alrededor de las reformas estructurales planteadas por el Gobierno podrían desencadenar huelgas, con una probable afectación de servicios públicos como educación y salud. Su impacto dependería de su alcance y duración. Las huelgas del 2018, que se prolongaron por casi tres meses, tuvieron un impacto negativo de alrededor de 0,4 p.p. en el crecimiento económico (que se obtiene de sumar sus efectos directos e indirectos (Recuadro 1).

c) Choques de oferta de origen interno asociados a condiciones climáticas adversas, con implicaciones sobre el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.

5. ANEXOS

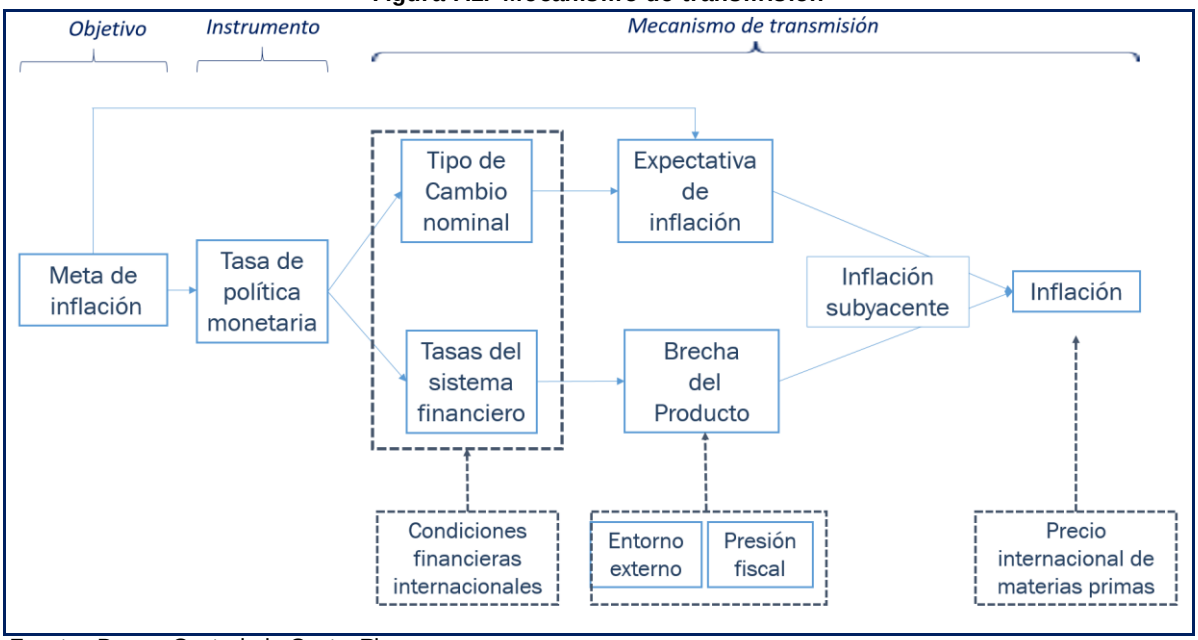
5.1. Mecanismos de transmisión de la política monetaria

Dentro de un esquema de metas de inflación, el punto de partida para orientar la toma de decisiones de política monetaria es la proyección de la trayectoria más probable de las principales variables macroeconómicas y su efecto sobre la tasa de inflación en el horizonte de la programación macroeconómica.

El modelo macroeconómico de proyección (MoP) es una herramienta que describe la dinámica entre las variables críticas, con lo cual contribuye a sistematizar el marco de análisis de los principales mecanismos de transmisión de la política del BCCR y los rezagos con los que opera, y permite evaluar la coherencia de las proyecciones incluidas en la programación macroeconómica.

El MoP es un modelo semiestructural de corte neokeynesiano para una economía pequeña y abierta. Contempla tres canales de transmisión que constituyen la base del diseño de la política monetaria: el canal de la tasa de interés, el canal del tipo de cambio, y el canal de las expectativas de los agentes económicos.

Figura A1. Mecanismo de transmisión



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Tal como lo ilustra la figura A.1, el proceso inicia con el anuncio que realiza el Banco de la meta de inflación para el horizonte de política, que es de 24 meses. Una vez establecido el objetivo inflacionario, la decisión sobre modificaciones en la TPM se realiza a partir de un análisis que toma en consideración la trayectoria más probable

de un conjunto amplio de indicadores, la mejor proyección disponible de los determinantes directos e indirectos de la inflación, y el rezago con que opera la política monetaria (que es de alrededor de 18 meses).

En el contexto del 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, esto es, la diferencia entre el nivel del PIB efectivo y el PIB potencial, expresada como porcentaje del PIB potencial. Su evolución está determinada tanto por condiciones externas como la trayectoria de los términos de intercambio, el crecimiento económico de Estados Unidos de América (principal socio comercial de Costa Rica), como por condiciones financieras internas resumida en la tasa de interés. Esta tasa de interés del mercado refleja la postura de política del BCCR, así como las presiones que eventualmente ejercerían las necesidades de financiamiento del Gobierno Central en el mercado interno.

El proceso de formación de expectativas incorpora elementos inerciales y prospectivos. En la medida en que la credibilidad del BCCR mejora, se incrementa su capacidad para anclarlas a la meta anunciada, al tiempo que se reduce 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 variaciones en el tipo de cambio.

Acorde con este marco analítico, la política monetaria del BCCR se implementa de forma tal que, cuando detecte que existe el riesgo de que la inflación caiga por debajo del rango meta en el horizonte de proyección, consideraría realizar un ajuste a la baja en su TPM, para prevenir que se manifiesten presiones deflacionarias. Por el contrario, si existe el riesgo de que la inflación se ubique por encima del rango meta, consideraría un ajuste al alza en la TPM.

Este modelo toma en cuenta que la economía está expuesta a choques de oferta, como variaciones en el precio de materias primas en el mercado internacional (hidrocarburos o alimentos, entre otras) o choques climáticos internos, los cuales eventualmente podrían ocasionar desvíos transitorios de la inflación medida por el IPC con respecto al rango meta. Puesto que desvíos de esta naturaleza tienden a ser temporales y no responden a condiciones sobre las que el BCCR tiene control, no justifican necesariamente reacciones de política, a menos que exista el riesgo de que los choques de oferta se manifiesten en efectos de segunda ronda sobre la inflación (es decir, que se extiendan a una estructura de precios más amplia y en forma más prolongada, o que afecten las expectativas de inflación). Además, para aislar los efectos temporales de los choques de oferta, el modelo incorpora también la inflación subyacente.

La estructura básica del MoP se resume en un conjunto de ecuaciones de comportamiento y definiciones fundamentales que se complementan con un grupo de *modelos satélite*, dentro de los que destaca un modelo de sostenibilidad fiscal y un modelo de componentes de la demanda agregada.

De acuerdo con la curva IS, se estima la trayectoria de la demanda agregada en función del comportamiento de la economía de nuestros principales socios comerciales, los términos de intercambio y la tasa de interés real. Dada la estimación del crecimiento potencial de la economía, se estima la brecha del producto.

En el largo plazo (es decir, la situación en la que, dentro de las condiciones de equilibrio del modelo, la economía alcanza el estado estacionario), la tasa de inflación converge a su nivel meta debido a la ausencia de presiones de demanda (el crecimiento del producto tiende a igualar el crecimiento del producto potencial) y las expectativas de inflación tienden a anclarse en un nivel cercano a la meta.

5.2. Seguimiento de los riesgos Programa Macroeconómico 2019-2020.

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
Externos: **Menor crecimiento económico de la economía mundial**	Debido al incremento de medidas proteccionistas, desaceleración económica en China y mayor volatilidad en mercados financieros (renta variable), se podría generar menor demanda externa que incidiría en el crecimiento económico del país.	Proyecciones de organismos multilaterales (BM, FMI, OCDE, CEPAL). Comunicados de prensa Departamento de Comercio de los Estados Unidos (aranceles). Indicadores de corto plazo de los principales socios comerciales del país. Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).
Volatilidad de los precios internacionales de materias primas	La alta volatilidad en los precios internacionales de materias primas, en particular, del petróleo, incide en la evolución de los términos de intercambio y el ingreso disponible del país e impacta en el comportamiento de los precios internos.	Índices S&P 500, MSCI[44] (economías desarrolladas y emergentes). Mercado de futuros de la Bolsa de Chicago. Índice OVX. Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).
Internos: **Necesidades de financiamiento crecientes del Gobierno Central**	La ausencia de financiamiento externo podría tener un impacto negativo en el resto de la economía, el empleo y la pobreza de acuerdo con los mecanismos señalados en el recuadro 6.	Modelación macroeconómica del Banco Central permitiría dar seguimiento al mecanismo de transmisión de presiones de financiamiento del Gobierno Central (recuadro 6). Principales indicadores fiscales (día 20 de cada mes). Proyección del flujo de caja del Gobierno Central. Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).
Tensiones sociales (huelgas).	Tensiones alrededor de las reformas estructurales planteadas por el Gobierno podrían desencadenar huelgas, con una probable afectación de servicios públicos como educación y salud. Su impacto adverso en el PIB dependería de su alcance y duración.	Encuestas nacionales por ejemplo, encuestas mensuales del área de encuestas económicas del BCCR o Pulso Empresarial de la UCCAEP (trimestral). Índice mensual de actividad económica (IMAE) Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).

[44] Morgan Stanley Capital Investment (MSCI).

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
Choques de oferta de origen interno asociados a condiciones climáticas adversas	Condiciones climáticas adversas podrían afectar el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.	Encuestas nacionales, por ejemplo Encuestas mensuales del área de encuestas económicas del BCCR. Consultas a otras entidades públicas sobre los efectos del clima severos sobre la infraestructura y áreas de cultivo. Informe mensual de coyuntura económica (IMCE)

Fuente: Banco Central de Costa Rica.