

PROGRAMA MACROECONÓMICO

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2021 / 2022

Publicado: 30 de enero de 2021
Actualizado: 24 de febrero de 2021



Fe de erratas

En la versión publicada el 2 de febrero de 2021 se realizaron los siguientes cambios:

- Página 8: se corrigió caída de ingresos tributarios de 11,0% a 11,2%.
- Página 38: se corrigen dos tasas de variación en el texto acorde con el gráfico 14.
- Página 40: se cambia referencia en el texto al gráfico 15. Además, tanto en el gráfico 15 como en el primer párrafo de la página se cambia la palabra “resultado” por “déficit”, asociados al primario y financiero.
- Página 88: se corrigió gráfico 8.1.

**PROGRAMA MACROECONÓMICO
2021 / 2022**

ENERO 2021

Aprobado mediante artículo 9 del acta de la sesión 5982-2021, del 27 de enero de 2021.

Según lo dispuesto en el literal b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, esta entidad debe presentar en enero de cada año su programación macroeconómica. Con este documento se atiende, además, el informe económico semestral que establece el literal f) del citado artículo 14.

JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Presidente

Rodrigo Cubero Brealey

Ministro de Hacienda

Elian Villegas Valverde

Directores

Miguel Cantillo Simón

Silvia Charpentier Brenes

José Francisco Pacheco Jiménez

Martha Eugenia Soto Bolaños

Max Alberto Soto Jiménez (Vicepresidente)

Contenido

Presentación	1
Resumen	5
Situación macroeconómica en 2020	15
1.1 Economía internacional	15
1.2 Economía nacional	25
1.2.1 Actividad económica y empleo	25
1.2.2 Balanza de pagos	37
1.2.3 Finanzas públicas	39
1.2.4 Inflación	43
1.2.5 Política monetaria y condiciones financieras	47
Perspectivas macroeconómicas 2021-2022	61
2.1 Economía internacional	61
2.2 Entorno externo para la economía costarricense	64
2.3 Economía nacional	66
2.3.1 Producción e ingreso disponible.....	66
2.3.2 Balanza de pagos	71
2.3.3 Finanzas públicas	73
2.3.4 Agregados monetarios y crédito al sector privado.....	80
2.3.5 Proyección de las principales variables macroeconómicas.....	81
Objetivos y medidas de política	82
Análisis de riesgos	85
Anexos	91

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de actividad económica mundial	17
Gráfico 2. Índice de gerentes de compra ¹	18
Gráfico 3. Indicadores de restricción sanitaria.....	19
Gráfico 4. Índice de precios de materias primas importadas	20
Gráfico 5. Índice de precios al consumidor	20
Gráfico 6. Medidas de política	21
Gráfico 7. Indicadores de mercados financieros internacionales	22
Gráfico 8. Producto Interno Bruto trimestral en volumen.....	25
Gráfico 9. IMAE Tendencia-ciclo y serie ajustada por estacionalidad	26
Gráfico 10. Términos de intercambio y precio de los combustibles	28
Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral	31
Gráfico 12. Ingreso promedio mensual en el empleo principal según nivel de calificación y posición en el empleo	31
Gráfico 13. Componentes de la balanza de pagos	37
Gráfico 14. Valor de exportaciones e importaciones de bienes según régimen 38	
Gráfico 15. Déficit financiero, primario e intereses del Gobierno Central	40
Gráfico 16. Gobierno Central: Ingresos tributarios	41
Gráfico 17. Gobierno Central: Gastos primarios e intereses	41
Gráfico 18. Gobierno Central: financiamiento neto y razón de deuda	42
Gráfico 19. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas	43
Gráfico 20. TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional	48
Gráfico 21. Agregados monetarios	56
Gráfico 22. Premio por ahorrar en moneda nacional ^{1/}	57
Gráfico 23. Participación de la moneda extranjera en el ahorro y el crédito ..	57
Gráfico 24. Crédito al sector privado otorgado por las OSD por tipo de moneda ^{1/}	58
Gráfico 25. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex	59
Gráfico 26. Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER) y sus componentes 60	
Gráfico 27. Revisiones del crecimiento económico para 2020 y 2021	62
Gráfico 28. Crecimiento económico	63
Gráfico 29. Términos de intercambio y precios de contratos futuros del WTI65	
Gráfico 30. Inflación mundial.....	66
Gráfico 31. Inversión privada y pública	69

Gráfico 32. Déficit de cuenta corriente por componentes ^{1/}	71
Gráfico 33. Balanza de pagos: componentes seleccionados ^{1/}	73
Gráfico 34. Resultado financiero del Gobierno Central	74
Gráfico 35. Gobierno Central: necesidades brutas de financiamiento y fuentes de fondos y razón de deuda.....	75
Gráfico 36. Riqueza financiera (RFT) y crédito al sector privado (CSP).....	80
Gráfico 37. Proyección no condicional de inflación (IPC).....	83

Índice de cuadros

Cuadro 1. Indicadores del mercado cambiario	59
Cuadro 2. Créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales previstos para 2021-2022	76
Cuadro 3. Principales variables macroeconómicas	81
Cuadro A. 1. PIB por componentes de gasto, en volumen	94
Cuadro A. 2. PIB por componentes del gasto, en volumen	94
Cuadro A. 3. PIB y valor agregado por industria, en volumen	95
Cuadro A. 4. Balanza de pagos	96
Cuadro A. 5. Resultado financiero del Gobierno Central.....	97
Cuadro A. 6. Agregados monetarios y crédito al sector privado1	98
Cuadro A. 7. Principales variables internacionales	99

Índice de figuras

Figura 1. Vínculo del impacto externo e interno del COVID-19	16
Figura 2. Contribución al crecimiento según componentes del gasto	26
Figura 3. PIB y valor agregado según actividad económica	29
Figura 4. Contribución al crecimiento del PIB en volumen, por componentes del gasto	67
Figura 5. Crecimiento por actividad económica, en volumen	70

Índice de recuadros

Recuadro 1. Revisión de los esquemas de política monetaria en algunas de las principales economías	23
Recuadro 2. Evolución del COVID-19 en Costa Rica¹	32
Recuadro 3. Cambios en los patrones de consumo como consecuencia de la pandemia por COVID-19 e impacto sobre la inflación estimada..	45
Recuadro 4. Indicadores de expectativas de inflación.....	46
Recuadro 5. Transmisión de la tasa de política monetaria	49
Recuadro 6. La facilidad especial de crédito del Banco Central	54
Recuadro 7. Ajuste fiscal convenido con el FMI.....	77
Recuadro 8. Escenario pasivo sin ajuste fiscal adicional ni créditos externos	

Presentación

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, me complace presentar el Programa Macroeconómico para los años 2021-2022, preparado por la Administración del Banco Central, y discutido y aprobado por la Junta Directiva.

En el 2020 la actividad económica global fue severamente impactada por la pandemia por el coronavirus (COVID-19). El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que el año pasado el Producto Interno Bruto (PIB) mundial habría registrado una caída de 3,5%. Si bien menor a lo previsto inicialmente, esta caída representa la mayor contracción de la producción mundial desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado.

Para 2021 y 2022, ese organismo prevé una recuperación de la economía mundial. Advierte, sin embargo, que las perspectivas a corto plazo siguen siendo inciertas, pues dependen del éxito de los países para controlar la tasa de contagio y, particularmente, en realizar el proceso de vacunación.

Aunque las cifras apuntan a que la parte más crítica de los efectos de esta pandemia sobre la actividad económica mundial ya fue superada, tomará varios años retornar a los niveles de producción prepandemia y regenerar el tejido productivo destruido. Además de la gran cantidad de personas fallecidas, se han perdido millones de empleos debido al cierre de empresas y ha habido una escalada del endeudamiento público, especialmente en los países que, previo al inicio de la pandemia, presentaban una frágil situación fiscal.

Estas condiciones generan inmensos desafíos, presentes y futuros, en materia de salud pública y de política económica. Pese a que ya se dispone de vacunas contra el COVID-19, el proceso de vacunación, que se espera realizar a lo largo del año, está condicionado por las limitaciones de sus fabricantes para atender la demanda global y por retos logísticos para inocular una masa crítica de la población mundial. Por lo tanto, es preciso continuar con los esfuerzos por controlar la tasa de contagio de esta enfermedad, en paralelo con medidas para reactivar la economía.

La economía costarricense, al igual que las de la mayoría de los países, ha sido fuertemente golpeada por el COVID-19. La mayor contracción del PIB se observó en el segundo trimestre de 2020 (-7,6% en términos interanuales), para pasar a valores de -6,2% y -4,7% en los siguientes dos trimestres y concluir el año con una caída de 4,5%, según estimaciones preliminares. Esta cifra coincide con el pronóstico publicado en el Informe de Política Monetaria de octubre pasado.

Esa gradual recuperación económica en la segunda mitad del 2020 refleja el impacto positivo sobre la producción y la demanda agregada de la flexibilización de las medidas de confinamiento en nuestro país y en el exterior, y el consecuente repunte de la actividad económica mundial y de la demanda externa. La expansión de la liquidez y las respuestas de política adoptadas por el Banco Central y las autoridades financieras para promover menores tasas de interés y mejores condiciones crediticias, junto con otras medidas promovidas por el Gobierno y la Asamblea Legislativa, contribuyeron por su parte a aliviar el flujo de caja de los hogares y empresas, y con ello a proteger el tejido empresarial y el empleo.

El Banco Central prevé que la economía costarricense crecería un 2,6% en 2021 y 3,6% un año después. Estas proyecciones se sustentan en la reactivación en las economías de nuestros principales socios comerciales, en la recuperación de la economía costarricense ya iniciada en la segunda parte de 2020, en la continuación de condiciones expansivas del crédito local, y en la mejora gradual de la confianza de los consumidores, las empresas y los inversionistas.

Las proyecciones del Banco Central suponen que en Costa Rica, como en el resto del mundo, continuará el proceso de eliminación de restricciones a la movilidad de personas y bienes y la reapertura de establecimientos. También suponen que la campaña de vacunación se desplegará en el 2021 a nivel mundial, y permitirá reducir paulatinamente la tasa de contagio y la de letalidad por COVID-19. Eso, a su vez, incidiría en una mayor confianza y optimismo por parte de consumidores e inversionistas.

Las proyecciones también incorporan el ajuste fiscal propuesto por el Gobierno de Costa Rica como parte del acuerdo alcanzado a nivel de personal técnico con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en enero de 2021, hacia una Facilidad de Servicio Ampliada por tres años y por un monto de *USD* 1.750 millones. Por lo tanto, la trayectoria del PIB y sus componentes ya refleja el impacto de la consolidación fiscal que se supone en el escenario base.

Por otra parte, los modelos de pronóstico del Banco Central indican que, en el horizonte temporal de esta programación, la inflación se mantendrá por debajo del límite inferior (2%) del rango de tolerancia del Banco Central. La baja inflación proyectada responde a la persistencia de fuerzas desinflacionarias en la economía; en particular, una brecha del producto altamente negativa y una tasa de desempleo que, aunque decreciente en los últimos dos trimestres, se mantiene en niveles históricamente altos, combinados con una baja inflación mundial y expectativas de inflación también bajas.

Las proyecciones que se presentan en este documento están sujetas a riesgos del contexto externo e interno que, de materializarse, podrían llevar a desviaciones con respecto a lo estimado. En el ámbito externo se identifica como principal riesgo un crecimiento de la economía mundial menor al previsto, por ejemplo ante aumentos en la tasa de contagio y retrasos en el proceso de vacunación. La evolución de los términos de intercambio, y en particular de los precios del petróleo, es otro factor de riesgo.

En el contexto interno, el riesgo más relevante en la coyuntura actual continúa siendo la situación fiscal. Costa Rica ha presentado un persistente deterioro de las finanzas públicas desde hace más de una década. Si bien la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) en diciembre de 2018 constituyó un avance fundamental para restablecer la sostenibilidad de las finanzas del Gobierno Central, sus efectos apenas iniciaban cuando el país fue azotado por la pandemia. El impacto sobre las finanzas públicas fue fuerte y rápido: los ingresos tributarios bajaron por la contracción del PIB y aumentaron los gastos asociados a la atención de la crisis sanitaria. Esta situación ha implicado la necesidad de un ajuste fiscal adicional al ya introducido por la Ley 9635.

Así, en los últimos meses, el Gobierno de Costa Rica se ha dedicado a buscar medidas que permitan restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y que sean técnica, política y socialmente viables. Ello se ha hecho en un contexto de consulta con los diferentes actores económicos y sociales, y con la intención de avanzar hacia un programa de apoyo financiero con el FMI.

En ese sentido, el acuerdo a nivel técnico alcanzado con el FMI el pasado 22 de enero hacia una Facilidad de Servicio Ampliado (EFF, por sus siglas en inglés), que aportaría USD 1.750 millones en un lapso de tres años, es un paso fundamental para el país. Una vez aprobado por el Directorio Ejecutivo del FMI, este acuerdo representaría un respaldo de ese organismo al marco de políticas macroeconómicas del país, no solo las fiscales, sino también las monetarias, financieras y estructurales. Ello permitiría generar confianza en los mercados domésticos e internacionales, lo que a su vez se reflejaría en menores tasas de interés para el Gobierno y mejores condiciones financieras para todos los costarricenses. Para conseguir este resultado, es ahora necesario y de crítica importancia que la Asamblea Legislativa apruebe, en forma integral, las medidas de ajuste fiscal que forman parte del acuerdo con el FMI, y el convenio mismo del EFF.

En síntesis, la fuerza y continuidad para el bienio 2021-2022 de la recuperación económica observada en meses recientes dependerán de dos factores fundamentales. En primer lugar, del curso global y local de la pandemia, y en particular de la rapidez y eficacia de las campañas de vacunación, especialmente a la población más vulnerable, que permitirán generar expectativas positivas en los individuos y en los mercados. En segundo lugar, de que se alcance un acuerdo legislativo que permita el ajuste fiscal contenido en el programa con el FMI, para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, la estabilidad macroeconómica y el acceso a fuentes de financiamiento en condiciones más favorables.

En el tanto nuestros modelos de pronósticos indiquen que la inflación se va a mantener por debajo de la meta en el horizonte de proyección, el Banco Central continuará con una política monetaria expansiva y contracíclica, pero prudente y responsable, que permita apoyar, desde su esfera de competencias, la estabilidad macroeconómica y financiera, el crecimiento económico y la generación de empleo.

En particular, el Banco Central mantendrá su Tasa de Política Monetaria en niveles bajos, mientras las condiciones macroeconómicas así lo permitan. Además, inyectará liquidez en los mercados si se necesitara para asegurar su normal funcionamiento, y seguirá apoyando la reactivación de la economía mediante sus facilidades crediticias y la coordinación de la política prudencial con las demás autoridades financieras para asegurar el flujo de crédito a los hogares y las empresas.

Las acciones que en política económica se tomen en los siguientes meses serán críticas para poner a Costa Rica en una senda de mayor crecimiento y bienestar. La aprobación y exitosa implementación del ajuste fiscal necesario y del convenio con el FMI son pasos fundamentales en esa dirección. En ese proceso, el Banco Central continuará ofreciendo información a la ciudadanía sobre la situación macroeconómica del país y consejo sobre las políticas necesarias para afianzar la estabilidad e impulsar la recuperación económica.



Rodrigo Cubero Brealey
Presidente, Banco Central de Costa Rica.

Resumen

Coyuntura macroeconómica en 2020

Economía internacional

El 2020 estuvo caracterizado por la rápida propagación del COVID-19 y sus implicaciones directas y negativas sobre la salud de la población y sobre el crecimiento económico. El impacto sobre la salud ha sido inmenso: al término de ese año se registraron cerca de noventa millones de contagiados y dos millones de muertes asociadas a esta enfermedad. De igual modo, la actividad económica mundial fue duramente golpeada. Los organismos financieros internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), estiman una caída del PIB mundial de 3,5%, la mayor desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Consecuente con este resultado, los precios del petróleo registraron niveles históricamente bajos, lo que aunado a la contracción económica contribuyó a una inflación mundial también baja.

En este contexto, los bancos centrales aplicaron medidas expansivas de política monetaria y de apoyo al sistema financiero. Asimismo, los gobiernos de los distintos países incrementaron el gasto público para tratar de mitigar el efecto de la pandemia sobre los grupos de población más vulnerables.

En la primera parte del año la mayoría de países adoptó severas medidas de contención sanitaria para tratar de contener la transmisión de este virus, disposiciones que afectaron en forma negativa a la actividad económica. En el segundo semestre hubo un proceso gradual de apertura de las economías que permitió una mejora en los indicadores de producción y empleo en muchos países, aunque sin alcanzar los niveles previos a esta crisis sanitaria. Pese al inicio de la vacunación contra el COVID-19, aún persiste un alto nivel de incertidumbre y preocupación a escala mundial sobre el curso de la pandemia y las nuevas olas de contagio.

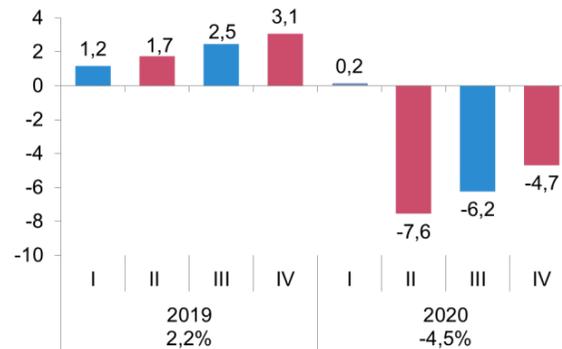
Economía nacional¹

Costa Rica también fue severamente afectada por la pandemia en 2020. En el primer trimestre el impacto sobre la actividad económica fue moderado, dado que el primer caso de COVID-19 en el país se detectó hasta el 6 de marzo. Sin embargo, en el segundo trimestre el PIB registró una caída interanual de 7,6%² y la tasa de desempleo aumentó a 24,4% en el trimestre móvil concluido en julio.

No obstante, la flexibilización de las medidas de confinamiento adoptadas en el segundo semestre y la recuperación de la economía mundial favorecieron el desempeño de la economía en la segunda parte del año. La expansión de la liquidez y las respuestas de política adoptadas por el Banco Central de Costa Rica (BCCR) para incentivar la demanda de crédito a menores tasas de interés pueden también haber contribuido a mitigar el impacto. Así, se pasó de una tasa interanual de -7,6% en el segundo trimestre a -4,7% en el último. Para todo el año, se estima una caída del PIB de 4,5%, igual a la prevista en el Informe de Política Monetaria de octubre de 2020. En forma coherente, también hubo una ligera mejora en la tasa de desempleo, la cual disminuyó a 21,3% en el trimestre móvil finalizado en noviembre pasado.

Producto Interno Bruto trimestral en volumen

Variación interanual en porcentajes (serie tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por componentes del gasto, la contracción económica se explica por la caída tanto de la demanda interna como externa. En la primera influyó, principalmente, la contracción en el consumo de los hogares y en la inversión, mientras que en la segunda contribuyó el desplome en la exportación de servicios, en especial de los vinculados al turismo y al transporte de mercancías.

¹ Esta programación macroeconómica, y todas las relaciones para la economía costarricense expresadas en términos del PIB, utilizan la nueva serie de cuentas nacionales con el año de referencia 2017. Esta nueva serie refleja cambios metodológicos introducidos al amparo de las mejores prácticas internacionales en materia de estadísticas macroeconómicas. Los cambios aumentaron el nivel del PIB en 3,5% en relación con la serie anterior, pero las tasas de variación anual presentan cambios marginales entre ambas series. El detalle de los nuevos productos estadísticos puede ser consultado en la página web del BCCR en [Actualización de las cuentas nacionales año de referencia 2017](#).

² La mayor contracción desde que se dispone de cifras trimestrales (I trimestre de 1991).

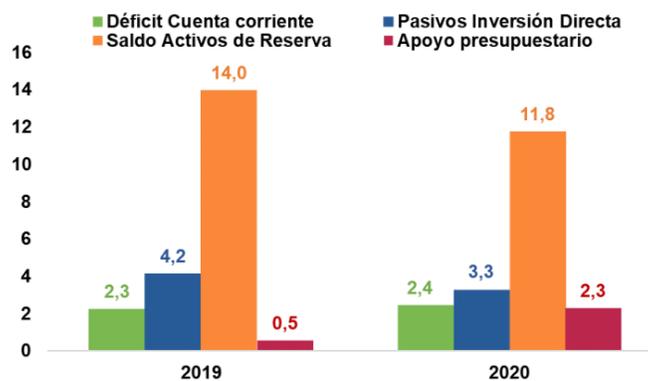
La evolución del consumo de los hogares fue coherente con el mayor pesimismo de los consumidores y una alta tasa de desempleo. Por su parte, el comportamiento de la inversión reflejó el descenso en los proyectos públicos y privados, debido, en el primer caso, al recorte en los planes de construcción en proyectos de energía, la menor inversión en acueductos y alcantarillados y la posposición de proyectos en infraestructura hospitalaria y educativa y, en el segundo, a la situación financiera de las empresas y la persistente incertidumbre sobre la duración y magnitud de la pandemia. El impacto negativo de la pandemia sobre las finanzas y expectativas de hogares y empresas incidió en una menor demanda de crédito en el sistema financiero.

Por actividad económica, las industrias que experimentaron mayor perjuicio fueron los servicios, en especial aquellos vinculados al turismo, como alojamiento y restaurantes, transporte y almacenamiento, así como el comercio de mercancías. Esto se debió en particular al cierre de fronteras (dentro y fuera del país) y las restricciones a la movilidad vehicular.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó el equivalente a 2,4% del PIB en 2020, similar al registrado en el año previo. Este resultado se explica, principalmente, por la caída en el superávit de servicios, debido en mayor medida a la reducción en el turismo receptivo, cuyo efecto fue contrarrestado parcialmente por un menor déficit en la cuenta de bienes. La evolución de este último componente estuvo determinada por una fuerte contracción de las importaciones, apoyada por la caída en la factura petrolera (equivalente a 1,1 p.p. del PIB), producto tanto de la reducción en los precios internacionales de los hidrocarburos como de una menor demanda interna de combustibles.

Componentes de la balanza de pagos

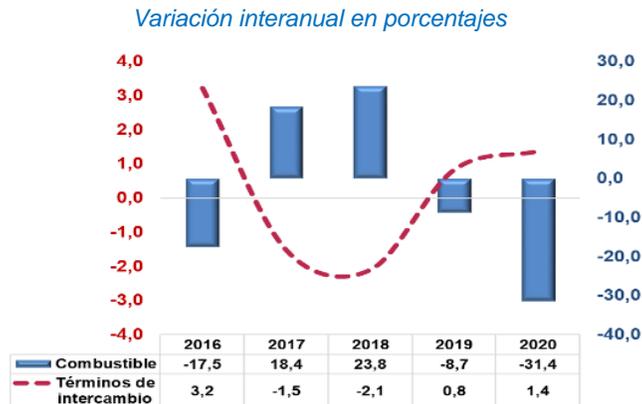
Como proporción del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La reducción en los precios del petróleo incidió en una ganancia de 1,4% en los términos de intercambio.

Términos de intercambio y precio de los combustibles



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la cuenta financiera, en 2020 hubo una salida neta de recursos por el equivalente a 0,5% del PIB. En el sector público el egreso neto alcanzó un 0,8% del PIB, cifra que contrasta con el financiamiento externo neto recibido en 2019 (1,4% del PIB). Por su parte, el sector privado registró un financiamiento neto de 0,4% del PIB (3,0% en 2019), en el cual sobresalen los pasivos de inversión directa.

Si bien la inversión directa fue menor en un 23,6% con respecto al año previo, esa reducción fue más baja de lo previsto tanto para el mundo (40%) como para América Latina y el Caribe (50%). Destaca que en 2020 hubo 81 proyectos nuevos de inversión extranjera directa, de los cuales 26 correspondieron a nuevas empresas y el resto a procesos de reinversión. Asimismo, hubo una diversificación de geografías de origen, toda vez que 14 proyectos nuevos provinieron de mercados no tradicionales (4 en el 2019).

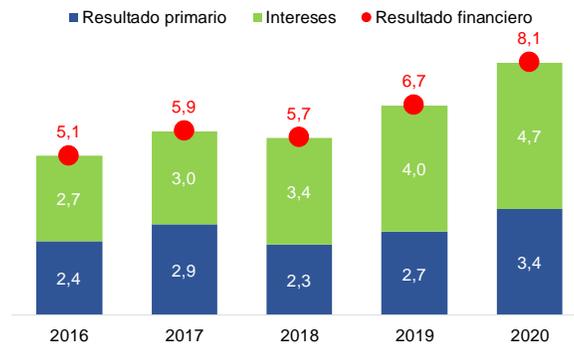
Las transacciones reales y financieras con el resto del mundo propiciaron una reducción en los activos de reserva de *USD* 1.754 millones, con lo cual el saldo de reservas internacionales netas se ubicó en *USD* 7.232 millones al finalizar el 2020, equivalente a 6,9 meses de importaciones del régimen definitivo y a 11,8% del PIB.

Además de la destrucción de la actividad económica y empleo, el COVID-19 incidió de forma muy negativa en la situación financiera del Gobierno. Por un lado, la recaudación tributaria cayó 11,2% en 2020, debido a la contracción en la actividad económica y a la moratoria aplicada para el pago de algunos tributos y, por otro, hubo mayores gastos dirigidos a la atención de esta crisis de salud, entre ellos las transferencias para gastos sanitarios y los subsidios otorgados a los hogares más afectados por la crisis (Bono Proteger).

Estos hechos, aunados al mayor pago de intereses sobre la deuda pública, contribuyeron al deterioro del resultado financiero del Gobierno. Así, al término del año el déficit fiscal fue equivalente a 8,1% del PIB (6,7% en 2019). Asimismo, el resultado primario (diferencia entre ingresos y gastos sin considerar intereses), mostró un deterioro de 0,7 p.p. con respecto a 2019, para cerrar en 3,4% del PIB. Pese al impacto de la pandemia, el Gobierno hizo un esfuerzo para racionalizar y contener los gastos primarios, que cayeron 5,7% en el año.

Resultado financiero del Gobierno Central

Porcentajes del PIB



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

En este contexto, y consecuente con el resultado financiero del Gobierno Central, el saldo de la deuda del sector público global y del Gobierno Central representó en diciembre de 2020 un 83,2% y 67,5% del PIB (cifras preliminares), respectivamente, es decir, 11,7 p.p. y 10,9 p.p. en ese orden, superior a lo registrado un año atrás.

El comportamiento de la inflación general y subyacente en 2020 evidenció la persistencia de fuerzas desinflacionarias en la economía costarricense, manifiestas en: a) un menor efecto del componente importado de la inflación local, debido a la desaceleración de la inflación mundial y la caída en los precios de los combustibles, efectos parcialmente compensados por el aumento en el tipo de cambio; b) una brecha del producto más negativa, como consecuencia de la contracción económica, tanto local como de los principales socios comerciales del país, y una tasa de desempleo históricamente alta; c) el estancamiento del crédito al sector privado; y d) expectativas de inflación bajas (1,3% a 12 meses plazo en diciembre, según la información del mercado, y persistentemente por debajo del límite inferior del rango de tolerancia para la meta de inflación del Banco Central a lo largo de 2020).

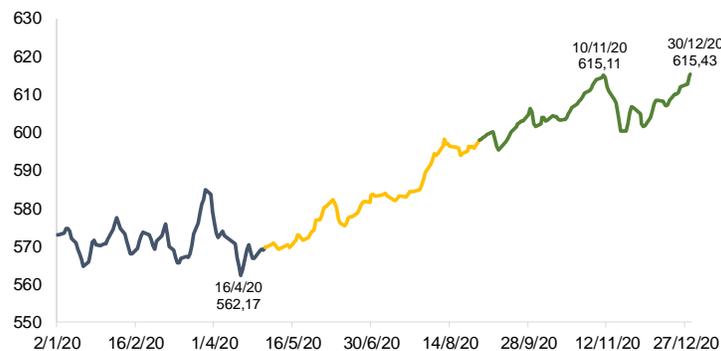
El crédito del sistema financiero al sector privado se mantuvo estancado, pese a que los intermediarios financieros mostraron una amplia disponibilidad de liquidez, y a que las tasas de interés activas y pasivas alcanzaron niveles históricamente bajos, apoyadas por varias acciones de política monetaria aplicadas por el BCCR. Lo anterior sugiere que el estancamiento del crédito respondió mayormente a la caída de la actividad económica, las perspectivas pesimistas de los agentes económicos y la incertidumbre sobre la crisis sanitaria y económica. Por el lado de la oferta de fondos prestables, también es posible que haya habido mayor cautela por parte de los intermediarios financieros en el otorgamiento de crédito, dado el incremento en el riesgo crediticio (por la reducción en el ingreso de los hogares y las empresas) y la mayor concentración del ahorro financiero en instrumentos altamente líquidos.

Por último, en 2020 la evolución del mercado cambiario tuvo dos factores determinantes: el primero asociado a los efectos de las medidas sanitarias de contención ante el COVID-19, y el segundo a la incertidumbre acerca de la probabilidad de que se alcanzaran acuerdos para abordar suficientemente la situación fiscal.

En el primer cuatrimestre el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, a pesar de que el país registró su primer caso de COVID-19 el 6 de marzo. En el segundo cuatrimestre prevaleció una tendencia a la depreciación del colón, coherente con factores estacionales y, en el tercero, se mantuvo la depreciación, pero con una menor volatilidad en comparación con los meses previos. Aunque en este último lapso hubo mayor flexibilidad en las medidas de contención sanitaria, la economía costarricense experimentó un incremento en la incertidumbre, asociado a la falta de un acuerdo nacional que permitiera aprobar las medidas necesarias para alcanzar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello, como ha sido usual en los últimos años, se manifestó en una mayor presión sobre el mercado cambiario, que requirió de una mayor presencia del BCCR para moderar los movimientos abruptos en el tipo de cambio.

Tipo de cambio promedio ponderado de Monex

Colones por dólar



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Respuestas de política por parte del Banco Central

A partir del momento en que el COVID-19 afectó severamente la actividad económica en Costa Rica y el mundo, el Banco Central, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y las Superintendencias encargadas de la supervisión del sistema financiero, adoptaron acciones de política para mitigar el impacto económico de la crisis causada por esta pandemia y, sobre todo, para procurar proteger el tejido empresarial y el empleo. De esas acciones destacan:

- La profundización de la postura expansiva y contracíclica de la política monetaria seguida desde el 2019³, con el fin de mitigar el impacto sobre los hogares y empresas de esta emergencia sanitaria, y procurar la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos.

El tono expansivo de la política monetaria se manifestó, en primer lugar, en los movimientos en la Tasa de Política Monetaria (TPM). En 2020 el BCCR redujo en tres ocasiones este indicador, para un acumulado de 200 puntos base (p.b.)⁴, hasta ubicarlo en 0,75% anual, su mínimo histórico.

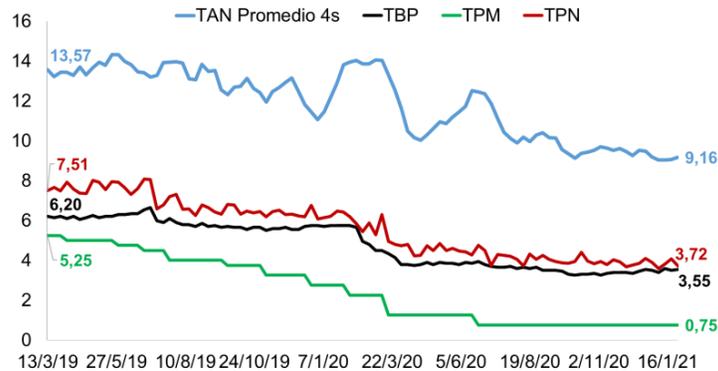
³ Se refiere a una política monetaria que, en presencia de una alta tasa de desempleo, una brecha de producto negativa y expectativas inflacionarias ancladas, busca estimular las condiciones crediticias, la reactivación económica y el empleo, sin poner en riesgo el objetivo primario de mantener una inflación baja y estable.

⁴ Esta baja se suma a la reducción acumulada de 250 p.b. aplicada en 2019.

La reducción de la TPM, que acumuló 450 p.b. entre marzo de 2019 y finales de 2020, apoyó la disminución de las tasas de interés pasivas y activas de los intermediarios financieros en el país. En este comportamiento puede haber incidido, además, la aplicación de tasas de interés máximas acordadas con lo dispuesto en la Ley 9859.

TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional

En porcentajes



TPN: tasa pasiva negociada 4 semanas móviles, TAN: tasa activa negociada, TBP: Tasa Básica Pasiva.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- b) La provisión de liquidez al sistema financiero nacional, de manera oportuna y calibrada, con medidas adicionales. Por ejemplo la Junta Directiva:
 - i. Autorizó a la Administración del BCCR a participar en el mercado integrado de liquidez (MIL) en dólares y a efectuar recompras en los mercados de la Bolsa Nacional de Valores.
 - ii. Autorizó a la Administración a comprar, en el mercado secundario de valores, títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda hasta por ₡250.000 millones en situaciones de tensión sistémica de liquidez, determinados por parámetros técnicos establecidos por la Junta Directiva.
 - iii. Modificó las disposiciones relativas al control del encaje, de tal forma que a partir del 1 de abril de 2020 el piso diario del encaje que las entidades financieras pueden mantener bajó de 97,5% del encaje requerido a 90%.
- c) La introducción, en setiembre de 2020, de una facilidad de crédito por ₡700 mil millones, en condiciones favorables de tasa de interés (TPM más 5 p.b., que en las circunstancias actuales implica una tasa de 0,8% anual) y plazo (hasta cuatro años), para que los intermediarios financieros supervisados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef) trasladen esos recursos al sector privado en condiciones financieras también favorables. El monto de esta facilidad fue incrementado en enero de 2021 en ₡142,8 mil millones, para satisfacer la demanda expresada por los intermediarios financieros.

Al 27 de enero pasado se habían desembolsado ¢76.846 millones. Los fondos restantes se desembolsarán en los próximos meses, toda vez que su acceso estará disponible hasta el 30 de abril de 2021.

- d) Adicionalmente, el Banco Central, el Conassif y la Sugef coordinaron la adopción de medidas prudenciales para mejorar la atención de las deudas y facilitar la readecuación de créditos (incluidas moratorias para principal e intereses) por parte de los intermediarios financieros y, en general, para mejorar las condiciones de acceso al crédito, sin poner en riesgo la solidez y la estabilidad del sistema financiero.

Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

Con la información disponible a enero de 2021, el BCCR estima que en el 2020 la actividad económica habría registrado una caída de 4,5%. Para el bienio que ahora inicia, proyecta una recuperación económica gradual, con una tasa de crecimiento real del PIB de 2,6% en 2021 y 3,6% en 2022.

La recuperación y el crecimiento proyectados están sustentados en el efecto positivo de la mejor coyuntura externa, condiciones crediticias expansivas que permitirán reanudar los proyectos de inversión que se habían detenido o postergado el año anterior, y la recuperación de la confianza de los agentes económicos conforme avanza la campaña de vacunación.

La evolución de los principales indicadores del sector externo estaría condicionada por la recuperación de la actividad económica local y de los principales socios comerciales, así como por un deterioro proyectado en los términos de intercambio, particularmente en 2021. Con base en ello, se estima que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en 3,0% del PIB en 2021 y disminuiría a 2,6% del PIB el año siguiente. Los flujos de ahorro externo previstos permitirían financiar la brecha en la cuenta corriente en ambos años, pese a la menor afluencia de recursos externos prevista para 2022.

En lo que respecta a las finanzas públicas, a pesar del deterioro registrado en 2020, debido a los efectos adversos asociados a la pandemia, el Ministerio de Hacienda prevé la corrección gradual del desequilibrio fiscal, sustentado en las disposiciones de la Ley 9635 (en particular, la regla fiscal), las medidas adicionales de ajuste fiscal acordadas como parte del convenio con el FMI, la mejora en la recaudación tributaria producto de la reactivación económica, y el acceso a fuentes de financiamiento externo con mejores condiciones financieras, en relación con las que enfrentaría en el mercado interno.

Para el 2020, el Ministerio de Hacienda estima un déficit primario de 3,9% del PIB y un déficit financiero de 8,7%⁵. Por su parte, para el 2021-2022, se prevé una reducción del déficit primario a 1,7% y 0,3% del PIB y del financiero a 7,0% y 5,9%, respectivamente.

⁵ Para efectos de comparación, a partir de 2020 se consolidan como parte del balance del Gobierno Central las operaciones de los órganos desconcentrados, conforme a lo establecido en la Ley 9524.

Ello se explica por la recuperación de la actividad económica prevista para este bienio, las reformas fiscales contempladas en el convenio de financiamiento con el FMI y la continuación de la estricta aplicación de la regla fiscal contemplada en la Ley 9635. Todo ello contribuiría a una mejora en la recaudación tributaria y a una disminución de los gastos corrientes primarios. Estas proyecciones, además de contemplar la suscripción del convenio de financiamiento con el FMI (*USD 1.750 millones*), suponen el acceso a créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales por *USD 2.380 millones* en el bienio 2021-2022 y la colocación de bonos en plazas externas por *USD 1.000 millones* por año de 2022 a 2025.

A partir del comportamiento previsto de la producción y del sector externo, así como del financiamiento neto requerido por el Gobierno, se estima que el ahorro financiero (aproximado por la riqueza financiera) crecerá a una tasa media anual en torno a 7,1% y 5,4% en 2021 y 2022, respectivamente. Por su parte, el crédito al sector privado crecería en torno a 3,6% y 5,2% en este bienio.

Por último, los modelos de pronóstico del Banco Central indican que en 2021-2022 la inflación se mantendrá por debajo del límite inferior del rango de tolerancia definido para la inflación en el mediano plazo ($3\% \pm 1$ p.p.). Ello se debe a la persistencia de fuerzas desinflacionarias en la economía; en particular, una brecha del producto negativa y un alto desempleo, combinados con una baja inflación mundial y expectativas de inflación bajas.

Las proyecciones anteriores están sujetas a varios riesgos del contexto externo e interno que, de materializarse, podrían llevar a desviaciones con respecto a lo estimado. En el ámbito externo se identifican como principales riesgos un crecimiento de la economía mundial menor al previsto, en caso de que haya repuntes significativos en la tasa de contagio por la pandemia o retrasos en la vacunación, así como precios de las materias primas superiores a los contemplados en el ejercicio de proyección. Además, los flujos comerciales con Centroamérica y Panamá podrían ser menores ante restricciones al comercio o un endurecimiento en las medidas de control sanitario, de ocurrir un aumento severo en la tasa de propagación del COVID-19.

En el contexto interno, los principales riesgos son un mayor deterioro de la situación fiscal, en caso de que no se logre un acuerdo legislativo que permita realizar el ajuste convenido con el FMI y requerido para alcanzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, los conflictos sociales que pudieran generar la pandemia o las medidas de ajuste fiscal, así como el eventual retorno a medidas más severas de contención sanitaria de darse un aumento significativo en la tasa de propagación del COVID-19.

Dado que los pronósticos señalan que la inflación se mantendrá por debajo de la meta, el Banco Central mantendrá una política monetaria expansiva, pero prudente y responsable, que permita apoyar, desde su esfera de competencias, la estabilidad macroeconómica y financiera, el crecimiento económico y la generación de empleo.

En particular, mantendrá la TPM en niveles bajos, en el tanto el análisis macroeconómico indique que prospectivamente las condiciones lo permiten; inyectará liquidez en los mercados si fuera necesario para asegurar su normal funcionamiento; y seguirá con el apoyo a la reactivación de la economía, mediante una postura expansiva de política monetaria y la coordinación de la política prudencial con las demás autoridades financieras, para asegurar el flujo de crédito a los segmentos que así lo requieran. Además, el Banco Central continuará suministrando información y consejo sobre la situación macroeconómica del país, para la adopción de las políticas necesarias para afianzar la estabilidad e impulsar la recuperación económica.

1 Situación macroeconómica en 2020

1.1 Economía internacional

En 2020 la actividad económica mundial registró una marcada contracción, como consecuencia de las medidas sanitarias aplicadas por los gobiernos para tratar de controlar la rápida propagación del COVID-19, así como el efecto directo de esa enfermedad sobre la conducta de las personas (prevención). La contracción llevó a una fuerte caída en los precios del petróleo, y a una baja inflación mundial.

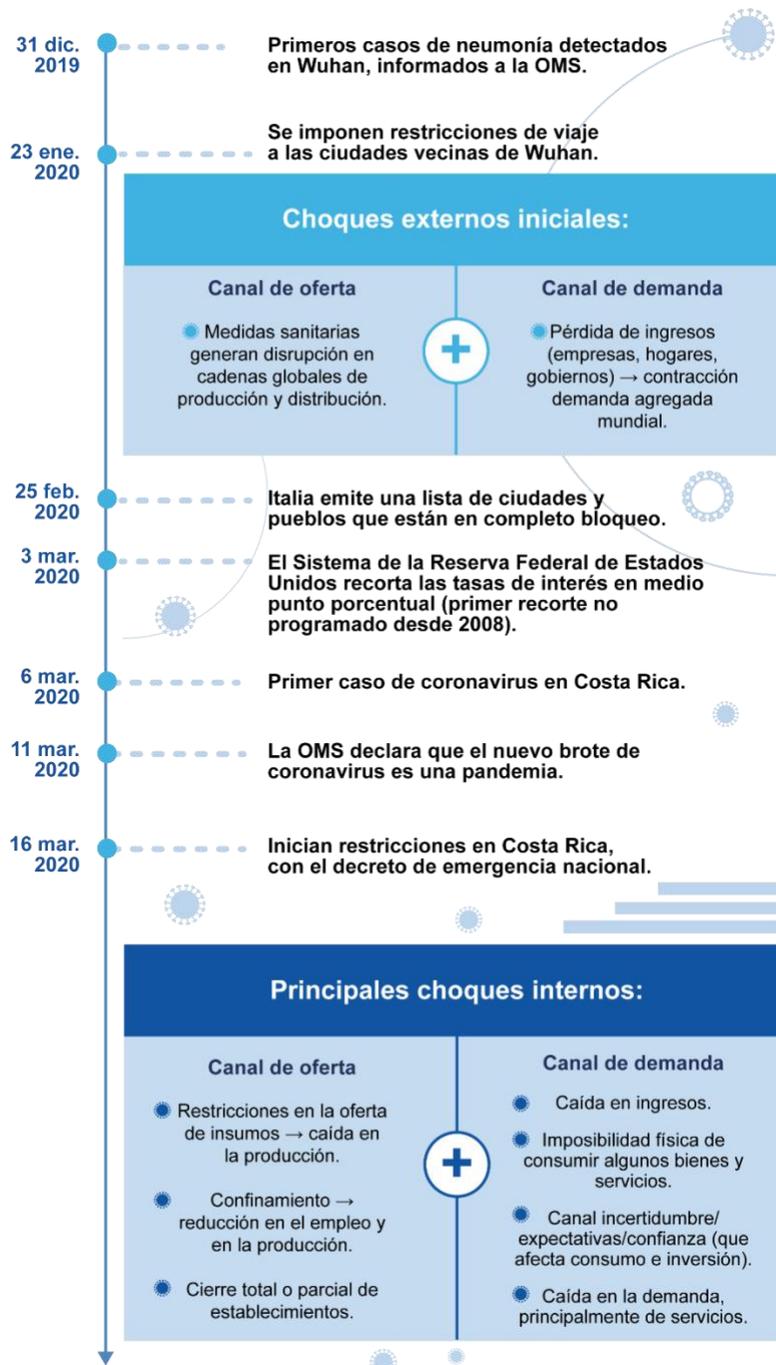
En este contexto, los bancos centrales aplicaron una política monetaria expansiva y de apoyo al sistema financiero. Asimismo, los gobiernos de los distintos países implementaron acciones para tratar de mitigar el efecto de la pandemia sobre la actividad económica y los grupos más vulnerables.

Sin embargo, la apertura gradual de las economías en el segundo semestre del año anterior, así como el inicio de la vacunación en algunos países, abre una ventana de esperanza sobre una reducción en la tasa de contagio mundial, que se refleja ya en una mejora en las perspectivas económicas para el presente año.

Los primeros meses de 2020, particularmente de marzo a mayo, estuvieron caracterizados por las medidas adoptadas para contener la rápida propagación del COVID-19, lo cual impactó severamente la actividad económica global. A partir de entonces, la reapertura gradual de las economías se reflejó en la mejora de algunos indicadores de actividad económica.

La pandemia del COVID-19 ha impactado a los países tanto por el canal de oferta, debido a la disrupción de las cadenas de valor provocada por las medidas de contención sanitaria (especialmente, por el cierre de fronteras, las restricciones a la movilidad interna y el cierre total o parcial de establecimientos), así como por el canal de la demanda. Esto último como resultado del impacto de esas medidas (que generaron la pérdida de millones de empleos y un aumento en el subempleo) sobre el ingreso de las familias, lo cual incidió negativamente en su consumo (Figura 1). Como se comenta en la siguiente sección, este patrón también se ha observado en Costa Rica.

Figura 1. Vínculo del impacto externo e interno del COVID-19



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el diagrama originalmente publicado en "French and European economies put to the test by COVID-19" del Banco de Francia (julio de 2020), cronología del coronavirus de CNN en español y presentación Costa Rica ante la pandemia: coyuntura macroeconómica y proyecciones 2020-2021 del Banco Central de Costa Rica del 24 de abril de 2020.

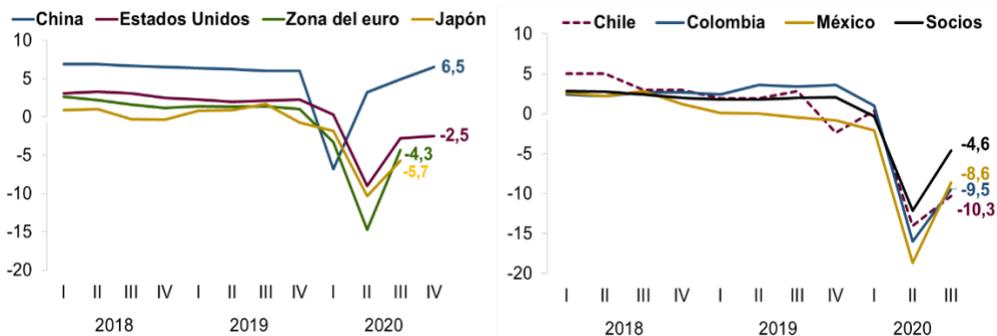
Las economías avanzadas experimentaron una contracción profunda en el segundo trimestre, pero en meses recientes el repunte fue más rápido de lo esperado. En las economías emergentes, excepto en China⁶, la recuperación ha sido más lenta por problemas estructurales (Gráfico 1.A). Para los principales socios comerciales de Costa Rica se dio una caída en términos interanuales (12,1%) en el segundo trimestre de 2020, con una recuperación a -4,6% en el tercero.

Por los mismos factores y canales de oferta y demanda, el comercio mundial y la producción industrial fueron significativamente afectados en la primera mitad de 2020. Sin embargo, como se aprecia en el Gráfico 1.B, ambos indicadores repuntaron a partir de mayo, conforme se fueron flexibilizando las medidas de contención sanitaria. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, en noviembre último el volumen de comercio mundial se habría ubicado ligeramente por encima de los niveles prepandemia⁷.

Gráfico 1. Indicadores de actividad económica mundial

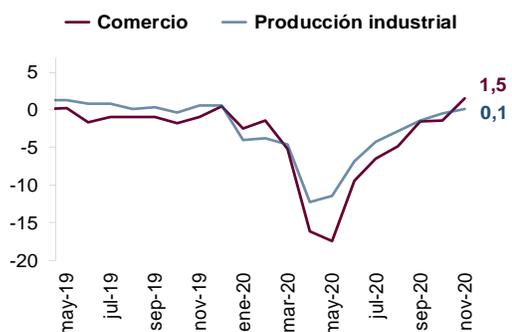
A. Producto interno bruto trimestral¹

Variación interanual en porcentajes



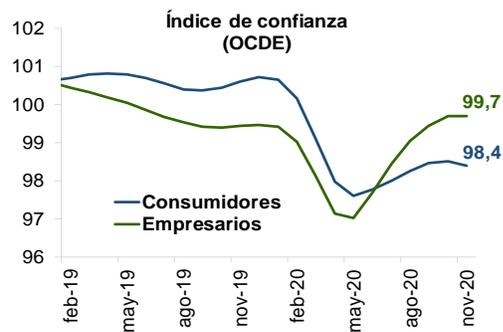
B. Comercio mundial y producción industrial

Variación interanual en porcentajes



C. Índices de confianza

En puntos



¹ El crecimiento del PIB de los socios comerciales está construido con base en la información de los institutos de estadística de cada país, ponderado por la participación relativa de las exportaciones de noviembre 2020.

Fuente: Sitios web de oficinas de estadística, CPB y OCDE.

⁶ En China, donde se registraron los primeros casos de esta enfermedad y se aplicaron estrictas medidas de confinamiento, la producción cayó en términos interanuales 6,8% en el primer trimestre. Sin embargo, la flexibilización de estas medidas y la gradual reactivación del ritmo empresarial desde marzo pasado llevó a una rápida recuperación económica en los siguientes tres trimestres del año (3,2%, 4,9% y 6,5%, respectivamente).

⁷ Para mayor detalle ver [Comercio mundial a noviembre 2020](#).

Esta crisis sanitaria y económica también incidió en los indicadores de confianza de los agentes económicos en 2020. El deterioro fue marcado en el primer semestre, debido a la elevada incertidumbre sobre la profundidad y duración de la pandemia y de sus implicaciones macroeconómicas, tal como se aprecia en los índices de confianza de los consumidores y empresarios de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). A pesar de la recuperación registrada en la segunda mitad del año, aún no se han alcanzado los niveles previos a la pandemia (Gráfico 1.C).

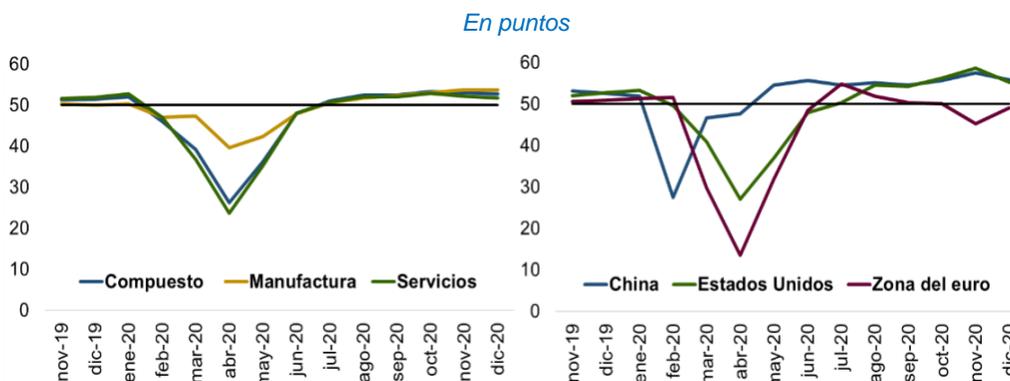
A finales de mayo, luego de contener la primera ola de contagios, algunos países iniciaron la apertura gradual de sus economías bajo una “nueva normalidad”⁸. Este proceso se refleja en la recuperación de los indicadores adelantados de actividad económica.

A manera de referencia, el Índice Compuesto de Gerentes de Compra, que brinda una señal adelantada de la actividad económica del sector privado, alcanzó su nivel más bajo en abril, pero en diciembre presentó niveles que dan indicios de que la economía internacional continúa en recuperación. (Gráfico 2.A). De acuerdo con este indicador, el impacto negativo de las restricciones fue mayor en los servicios que en la manufactura, entre abril y junio, pero luego los servicios se recuperan. En diciembre, los Índices Compuestos de Gerentes de Compra para China y para Estados Unidos (EUA) denotaron expansión, no así para la zona del euro, donde permanece en terreno negativo (Gráfico 2.B).

Gráfico 2. Índice de gerentes de compra¹

a) Mundo

B. Principales economías



¹ El índice de gerentes de compra se obtiene a partir de encuestas realizadas por Markit Group. El nivel de 50 separa una expansión de una contracción económica

Fuente: Bloomberg.

Además, en noviembre los indicadores del mercado laboral presentaron mejoras en algunas de las principales economías. Por ejemplo, en EUA la tasa de desempleo alcanzó 6,7% (desde 14,7% en abril, la más alta desde que inició su registro mensual en 1948). En Canadá la tasa de desempleo pasó de 13% en abril a 8,5% en noviembre, mientras en Alemania aumentó ligeramente (de 4% en abril a 4,5%

⁸ La “nueva normalidad” se refiere a la vida condicionada por la pandemia, en la que destaca el distanciamiento físico, el confinamiento, el teletrabajo, las compras en línea, el énfasis en la prevención de enfermedades y enfrentarse a la crisis que esto ha generado (social, económica y educativa, entre otros).

en octubre)⁹.

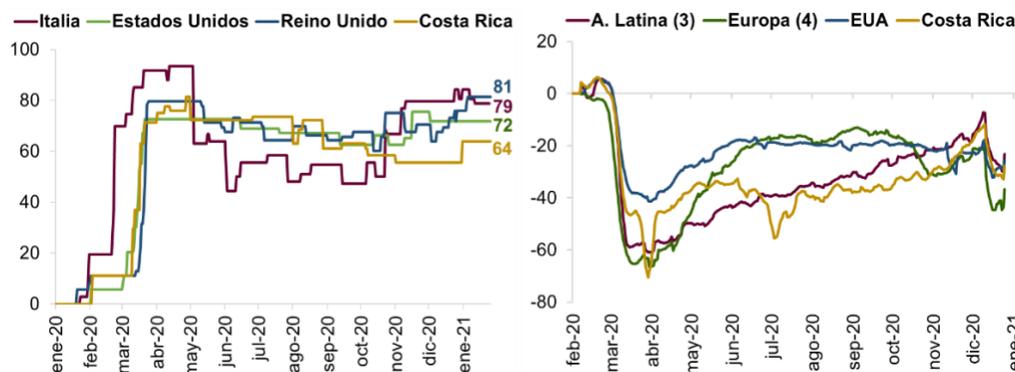
Pese a estas señales de recuperación, los rebotes o nuevas olas de contagio en algunos países europeos en el cuarto trimestre han llevado a las autoridades sanitarias a retomar las medidas de distanciamiento físico para reducir la propagación del virus y la saturación hospitalaria, lo que introduce riesgos para la recuperación económica. Estas medidas sanitarias más restrictivas quedaron de manifiesto en la evolución del índice de severidad preparado por la Universidad de Oxford (Gráfico 3.A) y en el índice de movilidad en las ciudades que se obtiene de la plataforma Google (Gráfico 3.B). El recuadro 2 presenta un recuento del resultado de este último indicador para Costa Rica.

Gráfico 3. Indicadores de restricción sanitaria

A. Índice de severidad de Oxford¹

B. Movilidad (Google)²

En puntos



¹ Este índice tiene periodicidad diaria y mide la respuesta de gobiernos de más de 160 países ante el COVID-19. Se calcula con 9 indicadores, entre ellos el cierre de escuelas y lugares de trabajo, restricciones a eventos públicos, movilidad vehicular, viajes y políticas de confinamiento. Este índice varía entre 0 y 100 (creciente según el grado de severidad).”

² Corresponde a promedio móvil de 7 días de las categorías tiendas y ocio, supermercados y farmacias, estaciones de transporte y lugares de trabajo.

³ Promedio simple entre Chile, Argentina, Brasil, México, Colombia y Perú.

⁴ Promedio simple entre Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido.

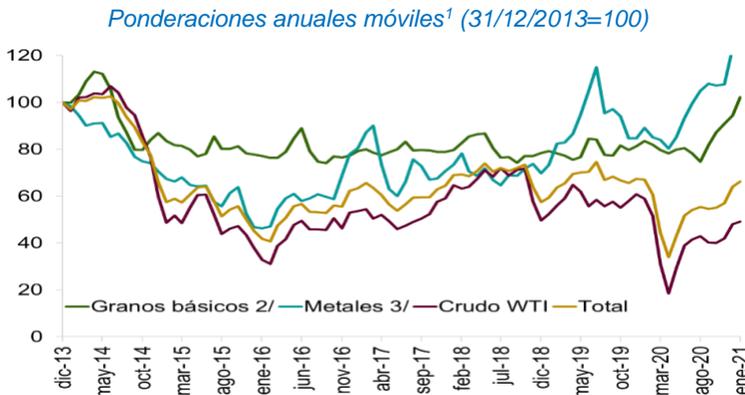
Fuente: Universidad de Oxford, con información al 25 de enero de 2021, e Informe de Movilidad de las comunidades ante el COVID-19, Google. El gráfico 3B fue originalmente publicado en el Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile de diciembre de 2020.

La marcada contracción económica mundial incidió en la reducción en los precios internacionales del petróleo. Sin embargo, a partir de junio, los precios del petróleo aumentaron, en respuesta a la mayor demanda ante el levantamiento gradual de las restricciones sanitarias en algunas economías y al recorte en la producción por parte de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo. Para el año 2020 como un todo privó una caída de 20,5% (Gráfico 4), con referencia al precio del West Texas Intermediate (WTI).

⁹ Cabe indicar que algunos países europeos aplicaron programas de ayudas a empresas, que les permitió continuar atendiendo el pago de planillas, a pesar del cierre de negocios por la pandemia.

Por su parte, el índice de precios de los metales también disminuyó en los meses prepandemia y en los primeros meses de la pandemia, pero se recuperaron en la segunda parte del año, en buena medida por la mayor demanda de China, las barreras comerciales impuestas por EUA y la menor producción de Brasil (líder mundial en este campo). Así, en 2020 el índice de metales aumentó 43% y, en especial, el precio del hierro subió 55,5%. Además, el índice de granos básicos creció 21,6% en 2020, impulsado por una escasez de oferta y una demanda mayor a la esperada de aceites comestibles y comidas¹⁰.

Gráfico 4. Índice de precios de materias primas importadas



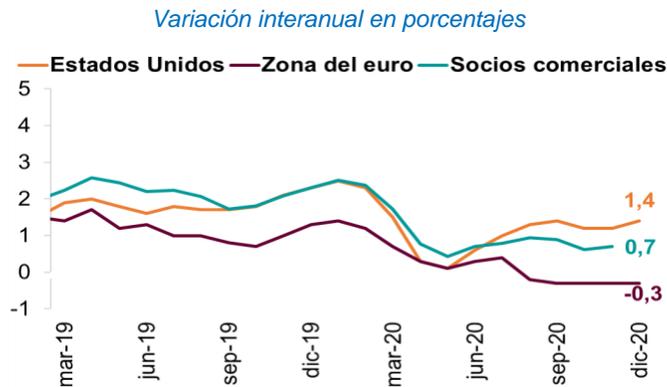
¹Utiliza como ponderador las importaciones de cada insumo realizadas por Costa Rica en el año anterior.

²Granos básicos, soya y arroz: trigo maíz/ Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.

Fuente: Bloomberg con información al 18/1/2021.

La caída en el precio del petróleo ha sido determinante en la reducción de la inflación mundial (general y subyacente). Como se aprecia en el Gráfico 5, al término de 2020 la inflación en EUA, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en 1,4%, mientras que en la zona del euro alcanzó -0,3% (valor que se mantuvo en el último cuatrimestre del año)¹¹, por debajo de la referencia u objetivo de sus bancos centrales. Para los principales socios comerciales del país, a noviembre último la inflación interanual fue de 0,7%.

Gráfico 5. Índice de precios al consumidor



Fuente: Banco Central de Costa Rica y oficinas de estadística de los países.

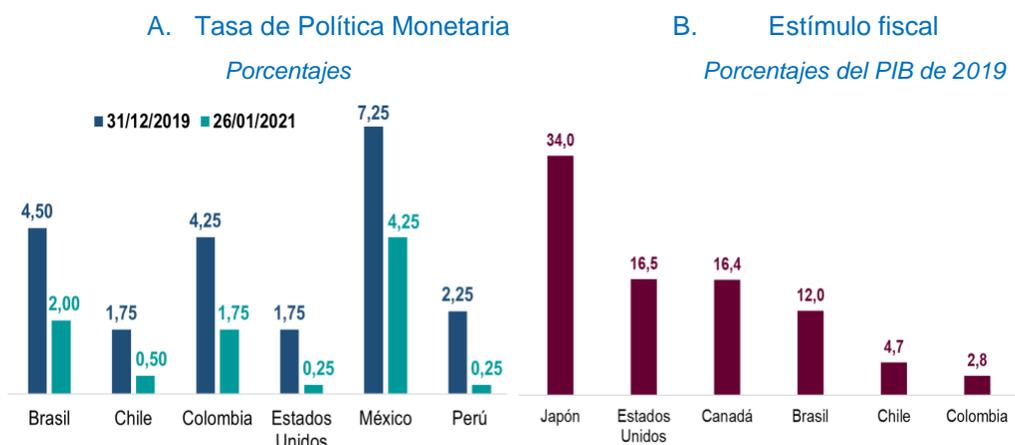
¹⁰ Informe de perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, enero de 2021.

¹¹ Las tasas de inflación subyacente en EUA y la zona del euro fueron de 1,6% en noviembre y 0,4% en diciembre. Al igual que en Costa Rica, se mantienen por encima de la inflación general.

Ante estos acontecimientos, los gobiernos de los distintos países han aplicado medidas fiscales y regulatorias para tratar de mitigar el efecto de la pandemia sobre los grupos más vulnerables. Así, muchos gobiernos han aplicado paquetes de estímulo fiscal (Gráfico 6.B). Por ejemplo, para mantener la senda de crecimiento, las autoridades de Japón aprobaron en abril un programa de estímulo fiscal de casi 21% del PIB y lo complementaron en diciembre con un presupuesto adicional equivalente a 13,1% del PIB, destinado a mantener el consumo de los hogares. Asimismo, en EUA se aprobó un paquete de estímulo fiscal en diciembre, por *USD* 2.300 millones (*USD* 900 millones para los subsidios por desempleo y *USD* 1.400 millones para gastos del gobierno federal, equivalente a 11,1% del PIB).

Por su parte, los bancos centrales redujeron sus tasas de política monetaria (Gráfico 6.A) y aplicaron medidas no convencionales como la compra de bonos del Gobierno y bonos corporativos, así como la apertura de facilidades de crédito. Estas medidas han tenido un impacto expansivo significativo en sus balances.

Gráfico 6. Medidas de política



¹ Con respecto al paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos, aprobado el 27 de diciembre de 2020, el Monitor de Políticas del FMI contempla únicamente lo correspondiente a subsidios por desempleo (4,5% del PIB, que es lo que se incorpora en este gráfico). Para Japón se incluye el paquete económico de emergencia contra COVID-19 del 7 abril de 2020 (20,9% del PIB) y el programa de medidas económicas complementarias para la seguridad de la vida de las personas, del 8 diciembre de 2020 (13,1% del PIB).

Fuente: Policy Responses to COVID-19, Policy Tracker del FMI, actualizado al 8/1/2021 y Bloomberg.

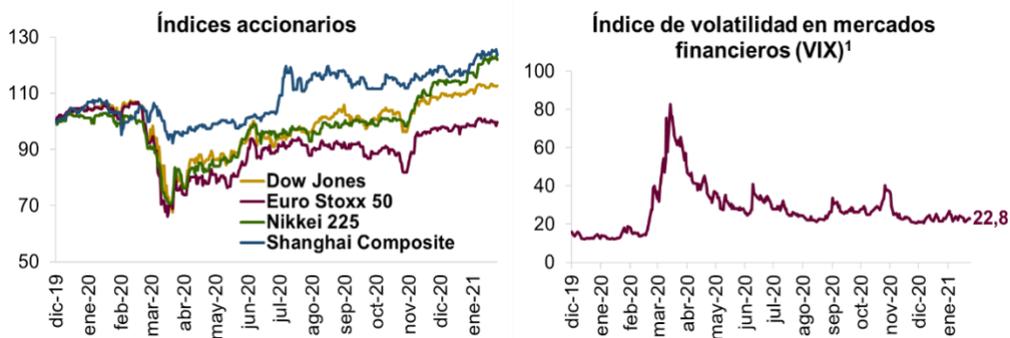
En este contexto, varios bancos centrales de países avanzados, entre ellos EUA, zona euro y Japón, han anunciado la revisión, o inicio del proceso de revisión, de su estrategia de política monetaria (Recuadro 1).

Las decisiones de política monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas, en especial del Sistema de la Reserva Federal, incidieron en el comportamiento de las tasas de interés internacionales, que se mantienen bajas. Como referencia, el rendimiento de los bonos del Tesoro de los EUA a 10 años se mantuvo por debajo de 1,0% entre el 20 de marzo de 2020 y el 5 de enero de 2021. Al 26 de enero de 2021 registró un valor de 1,04%.

En lo que respecta al sector financiero, esta crisis se manifestó inicialmente en pronunciadas bajas en los principales índices accionarios, que posteriormente se han recuperado, y en una moderada volatilidad de los mercados financieros internacionales, como lo evidencia el comportamiento del índice sobre la volatilidad esperada en los mercados financieros (VIX) en los próximos 30 días (Gráfico 7). Esto último refleja la incertidumbre prevaleciente sobre la magnitud y duración de la crisis sanitaria, y sus efectos macroeconómicos. El VIX se ubicó en 22,8 puntos el 26 de enero, todavía por encima de los niveles prepandemia, aunque por debajo de los 82,7 puntos registrados a mediados de marzo de 2020, cuando la Organización Mundial de la Salud declaró la pandemia por COVID-19.

Gráfico 7. Indicadores de mercados financieros internacionales

En puntos



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

Fuente: Bloomberg.

Recuadro 1. Revisión de los esquemas de política monetaria en algunas de las principales economías

La baja inflación prevaleciente durante años, incluso por debajo de la meta en varios países (especialmente en los avanzados), y el escaso margen que tienen muchos bancos centrales para reducir sus tasas de interés de referencia, ha llevado a algunos de los principales bancos centrales del mundo a replantear su objetivo y a valorar ajustes no convencionales en sus instrumentos de política monetaria. Esta situación tomó fuerza en el contexto de la contracción económica por el COVID-19.

Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos:

En agosto de 2020, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) del Sistema de la Reserva Federal de los EUA anunció el cambio de la Declaración de objetivos de largo plazo y de la estrategia de política monetaria de 2012. En particular, introdujo un esquema flexible de metas de inflación promedio, según el cual se fija un objetivo de 2% en promedio a lo largo del tiempo. Esto implica que, luego de un periodo sostenido con inflación por debajo del objetivo, se promoverán tasas de inflación moderadamente por encima del 2% de manera temporal.

En lo concerniente al objetivo de empleo, la política monetaria respondería ante deficiencias respecto al nivel de máximo empleo. Esto significa que la autoridad monetaria ya no reaccionaría ante situaciones en las que la ocupación de la fuerza laboral se ubica por encima de su nivel de pleno empleo, a menos que se presenten presiones inflacionarias.

Estos cambios responden a los retos que enfrenta la conducción de la política monetaria antes comentados, que limitan la efectividad de su política ante la debilidad de la actividad económica, y llevan al desanclaje de las expectativas de inflación de mayor plazo con respecto a la meta y a un círculo vicioso entre inflación y expectativas.

Banco Central Europeo:

En enero de 2020 el Banco Central Europeo (BCE) anunció el inicio del proceso de la revisión de su estrategia de política monetaria (adoptada en 1998 y ratificada en 2003) que se extendería durante el 2020, al considerar que su objetivo de una inflación cercana, aunque por debajo del 2%, no se ha cumplido. La revisión de la estrategia implica el análisis de la efectividad de la política monetaria y de los factores estructurales que pesan en la formación de los precios.

Según el BCE, la tendencia a la baja del crecimiento, por el descenso de la productividad, el envejecimiento de la población y el legado de la crisis financiera, llevó a una reducción de las tasas de interés, y con ello del margen para relajar la política monetaria mediante instrumentos convencionales. Asimismo, la amenaza para la sostenibilidad del medio ambiente, la rápida digitalización, la globalización y la evolución de las estructuras financieras han transformado el entorno en el que opera la política monetaria y la dinámica de la inflación.

Como parte del proceso de revisión, el Consejo de Gobierno del BCE¹ evaluará la forma en que la estrategia de política monetaria ha contribuido al cumplimiento de su mandato y valorará la necesidad ajustar elementos como:

- La formulación cuantitativa de estabilidad de precios, junto con los enfoques e instrumentos para lograrla.
- La forma en que otros aspectos, como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad del medio ambiente, pueden ser relevantes para la consecución del mandato del BCE.
- La eficacia y los posibles efectos indirectos del conjunto de instrumentos de política monetaria desarrollados en la pasada década.
- La forma en que debería actualizarse el análisis económico y monetario mediante el cual el BCE evalúa los riesgos para la estabilidad de precios, teniendo en cuenta las tendencias nuevas y actuales.
- Las prácticas de comunicación.

Banco de Japón:

En su reunión de diciembre de 2020, el Banco de Japón informó que no considera necesario cambiar el marco de su política de "flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa con control de la curva de rendimiento". Sin embargo, dado que se proyecta que la actividad económica y los precios se mantendrán a la baja por un período prolongado debido al impacto de la pandemia por COVID-19, el Banco evaluará varias medidas bajo este marco de política, a fin de promover una flexibilización monetaria efectiva y sostenible para lograr el objetivo de estabilidad de precios del 2%. El Banco comunicará sus hallazgos en marzo de 2021.

^{1/} Para más detalle sobre la estrategia de política monetaria del BCE, ver el siguiente [enlace](#). El 2 de abril de 2020, dada la emergencia sanitaria, el BCE pospuso por 6 meses la revisión de su estrategia de política monetaria y retrasó la conclusión del proceso hasta mediados de 2021.

1.2 Economía nacional

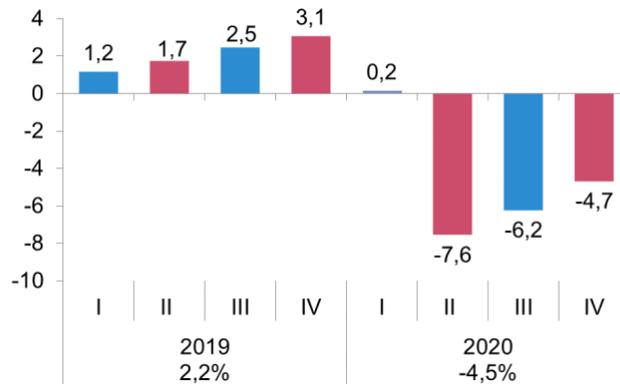
1.2.1 Actividad económica y empleo

Las medidas de restricción sanitaria aplicadas en Costa Rica, su evolución en el tiempo, y el desempeño de su economía son similares a lo observado en el resto del mundo. Si bien las medidas persisten en algunas actividades económicas, en el segundo semestre del año se efectuó una apertura gradual, que contribuyó a la mejor evolución de la producción, en particular de la manufactura, el turismo y el comercio.

A partir de marzo de 2020, la actividad económica nacional fue impactada severamente por la crisis sanitaria por COVID-19 y las medidas adoptadas a nivel mundial y local para contener esta pandemia. En efecto, el segundo trimestre del año registró la mayor contracción interanual (7,6%) desde que se dispone de cifras con esta frecuencia¹². No obstante, a partir de agosto el Índice mensual de actividad económica (IMAE) empezó a repuntar con menores tasas de caída interanual, en un contexto de flexibilización gradual de las medidas sanitarias en el mundo y en el país (Gráfico 8).

Gráfico 8. Producto Interno Bruto trimestral en volumen

Variación interanual en porcentajes (serie tendencia ciclo)



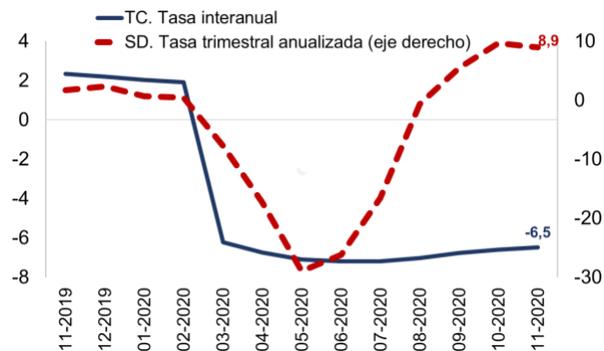
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En efecto, en Costa Rica, la movilidad y la apertura de actividades económicas aumentó gradualmente bajo el esquema del modelo de gestión compartida “Costa Rica trabaja y se cuida” (Recuadro 2). De manera consecuente, el ritmo de caída en la producción bajó hasta alcanzar 4,7% en el último trimestre del año. Para el 2020 como un todo, se estima que el PIB cayó 4,5%, de forma que se mantuvo la estimación incluida en el Informe de Política Monetaria de octubre de 2020. Por su parte, la variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad del IMAE muestra que el punto de inflexión se dio en mayo de 2020 y ahí inicia el proceso gradual de recuperación (Gráfico 9).

¹² La serie del PIB trimestral de Costa Rica inicia en el primer trimestre de 1991.

Gráfico 9. IMAE Tendencia-ciclo y serie ajustada por estacionalidad

Tasas de variación interanual y trimestral anualizada



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según componentes del gasto (Figura 2), la contracción en la producción obedece, principalmente, al efecto de una menor demanda interna. Esto, a su vez, refleja: (i) una fuerte caída en el consumo de los hogares, asociada con una alta tasa de desempleo, y su consecuente efecto sobre el ingreso de los hogares; (ii) la contención del gasto público; y (iii) la caída en la inversión, por la revisión a la baja en los planes de inversión de obra pública, particularmente los relacionados con electricidad, agua potable y saneamiento, infraestructura vial y hospitalaria, y por la contracción de la construcción privada. Además, se redujo también la demanda externa neta, principalmente como producto de la fuerte contracción en la exportación de servicios, en especial asociados al turismo.

Figura 2. Contribución al crecimiento según componentes del gasto

Aporte en p.p. a la variación anual



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La evolución del consumo de los hogares fue coherente con el aumento en el desempleo y el deterioro de la confianza del consumidor, efectos parcialmente compensados por las transferencias del Gobierno para aquellos afectados por pérdida de empleo o reducción de jornada laboral (Bono Proteger). Ello incidió en una menor demanda de crédito en el sistema financiero. La mayor afectación del consumo se dio durante los meses con medidas más severas de aislamiento físico y restricción de algunas actividades económicas (segundo y tercer trimestre) que, por la reducción de jornadas laborales o por el cierre temporal o permanente de empresas, deterioró el ingreso de los hogares. El consumo también fue afectado por la imposibilidad de realizarlo, aún si los ingresos lo permitieran, ante el cierre total o parcial de establecimientos. En el segundo semestre el consumo también

cayó, aunque en menor medida¹³ debido a la recuperación económica asociada al proceso gradual de apertura.

La inversión, más allá de la caída en los proyectos públicos y privados, estuvo afectada por la situación financiera de las empresas y la persistente incertidumbre¹⁴. En efecto, la formación bruta de capital fijo se contrajo 4,1% debido a la reducción de la inversión pública¹⁵ y de nuevas construcciones privadas (tanto no residenciales como de vivienda). Este comportamiento fue ligeramente mitigado por el incremento en la inversión privada en equipo para manufactura y servicios¹⁶.

En cuanto al consumo del Gobierno General, la desaceleración de 4,9 p.p. en el año (5,3% en 2019), respondió a la contención del gasto en remuneraciones y en la compras de bienes y servicios. Particularmente, en la primera parte del año, como medida para contener la transmisión del virus, se afectó la regularidad en el servicio de educación. En el segundo semestre, debido a la disminución en la recaudación tributaria y a la no presencialidad de los estudiantes en los centros educativos, el Gobierno recortó las transferencias a las Juntas de Educación. Adicionalmente, congeló plazas vacantes y disminuyó la compra de bienes y servicios. Este efecto fue atenuado por el mayor gasto en salud, vinculado con la compra de medicamentos y otros insumos necesarios para atender la emergencia sanitaria

La demanda externa por bienes y servicios se contrajo, principalmente, por la drástica caída en el ingreso de turistas. En efecto, las exportaciones de bienes aumentaron 1,3%, aunque de manera disímil según régimen de comercio: mientras las ventas de las empresas amparadas a regímenes especiales aumentaron 5,3%, las del régimen definitivo disminuyeron 2,5%¹⁷. Si bien, en general los efectos adversos de la pandemia fueron más intensos en el segundo trimestre del año, la recuperación fue más rápida en los regímenes especiales, coherente con el comportamiento de la economía estadounidense¹⁸, principal socio comercial del país.

Por otra parte, el volumen de las importaciones de bienes y servicios cayó 9,5% (7,7% en bienes y 16,7% en servicios). La evolución de los bienes refleja, principalmente, la menor cantidad de barriles de hidrocarburos, de vehículos, productos textiles e insumos para la industria metalúrgica, efecto parcialmente

¹³ Esto es congruente con el resultados de la Encuesta de confianza de los consumidores de noviembre de 2020, de la Universidad de Costa Rica, que registra una mejora, aunque aún se mantiene en zona pesimista.

¹⁴ Según el Índice de Confianza sobre la actividad económica (ICAE) calculado por el BCCR, la confianza de los agentes económicos para realizar inversiones continúa en niveles de pesimismo (por debajo de 50 puntos). En el cuarto trimestre el ICAE se ubicó en 38,3 puntos (39,8 un año atrás y 25,8 puntos el trimestre previo). Ver [Índice de confianza sobre la actividad económica \(ICAE\)](#).

¹⁵ Por tercer año consecutivo este rubro cayó, principalmente por el recorte en los planes de construcción en proyectos de energía, así como la menor inversión en acueductos y alcantarillados y la posposición de proyectos en infraestructura hospitalaria y educativa. Estos efectos fueron parcialmente compensados por la mayor inversión en equipo ferroviario.

¹⁶ Particularmente, equipo para pruebas de dispositivos semiconductores y control de magnitudes eléctricas, para el procesamiento de datos, así como equipo médico.

¹⁷ Las exportaciones del régimen definitivo reflejaron la menor demanda por productos manufacturados y agrícolas. Los primeros fueron impactados en forma negativa por el cierre de fronteras con Nicaragua, que limitó el traslado de mercancías hacia el resto de Centroamérica (en 2019 esta región concentró el 55% de estas ventas). Además, en las ventas de origen agropecuario (lácteos y cárnicos) a Panamá incidió negativamente las restricciones al comercio impuestas por el Gobierno de ese país así como las protestas internas contra un acuerdo con el FMI realizadas en el mes de octubre.

¹⁸ El aumento señalado guarda relación con las ventas de implementos médicos, particularmente de fórceps para biopsias gastrointestinales, clips de hemostasias, catéteres de drenaje, plantillas ortopédicas y equipo para terapias respiratorias, cuyo efecto fue parcialmente compensado por la caída en las ventas de productos relacionados con cirugías electivas (implantes mamarios).

atenuado por el aumento en bienes de capital¹⁹. Por su parte, la caída en los servicios se concentró en viajes de residentes al exterior y transporte de mercancías.

Finalmente, en 2020 hubo una ganancia de 1,4% en los términos de intercambio (Gráfico 10), explicada por la reducción en el precio de los combustibles (31,4%), la mejora en el precio de la piña (luego de dos años de experimentar precios a la baja) y en los precios de productos agroindustriales (café y azúcar). Por el contrario, la relación de precios de servicios mostró un deterioro.

Gráfico 10. Términos de intercambio y precio de los combustibles



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por actividad económica (Figura 3), los servicios fueron los más afectados por la pandemia, por las medidas sanitarias aplicadas para tratar de contener la pandemia, en particular por el cierre de fronteras, la restricción vehicular y el cierre obligatorio de establecimientos. El impacto fue mayor en los servicios de alojamiento y restaurantes, transporte y almacenamiento, que están vinculados con el turismo y el comercio de mercancías. En particular se tiene lo siguiente:

- a) Hoteles y restaurantes (-40,7%, que se descompone en -63,3% en hoteles y -28,2% en restaurantes): afectadas directamente por el cierre de fronteras en los primeros meses de la pandemia (dado su estrecho vínculo con el turismo externo), las medidas de distanciamiento físico, la restricción a la movilidad vehicular, restricciones en las tasas de aforo y el cambio en los patrones de consumo de los hogares. A partir del tercer trimestre las medidas se flexibilizaron, con lo que la visitación y alimentación fuera del hogar han aumentado, pero no han alcanzado los niveles prepandemia, pues todavía existen restricciones en cuanto al aforo permitido y algún grado de restricción vehicular.
- b) Transporte y almacenamiento (-22,3%): este comportamiento fue consecuente con la disminución en las actividades relacionadas con el turismo receptor, y el menor uso de servicios de transporte de pasajeros²⁰.

¹⁹ Destinados a pruebas de dispositivos semiconductores e insumos para la industria eléctrica y electrónica.
²⁰ El transporte público y privado de pasajeros, fue afectado por la suspensión de actividades económicas y el teletrabajo, en tanto que los menores flujos de comercio internacional afectaron el transporte de mercancías y las actividades de almacenamiento, depósito y carga.

Figura 3. PIB y valor agregado según actividad económica*Variación interanual en porcentajes*

	 PIB	 Agricultura	 Manufactura	 Construcción	 Comercio	 Transporte	 Hoteles Restaurantes	 Servicios empresariales	 Resto ^{1/}
2019 >	2,2	-1,2	1,9	-8,3	-0,5	1,3	2,2	4,7	3,5
2020 >	-4,5	-0,9	3,3	-10,5	-10,0	-22,3	-40,7	-0,9	-2,2

^{1/} Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, financieras y seguros, inmobiliarias, administración pública, educación y salud, artísticas y de entretenimiento, hogares como empleadores, otros servicios personales e impuestos a los productos y las importaciones.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- c) Construcción (-10,5%): su caída reflejó la menor edificación privada (residencial y no residencial) y de proyectos con destino público, esto último concentrado en obras eléctricas, infraestructura vial (de municipalidades), infraestructura educativa y de acueductos y alcantarillados.
- d) Comercio (-10%): su caída fue coherente con la evolución de la demanda interna y las importaciones y se concentró en la venta de productos que no son de primera necesidad (vehículos, artículos de línea blanca, materiales de construcción y combustibles). En contraste, la comercialización de productos de consumo general (alimentos y productos farmacéuticos) creció y contribuyó a atenuar la caída de esta industria.
- e) Servicios empresariales (-0,9%): en el primer semestre destacó el aumento en la oferta exportable de las actividades de apoyo a empresas. Pese a ello, en el segundo semestre, privó el efecto adverso de la contracción económica sobre el resto de servicios (agencias de empleo, agencias turísticas, servicios jurídicos y de contabilidad).
- f) Actividad agropecuaria (-0,9%): su reducción estuvo determinada, en buena medida, por la piña²¹ y otros productos agrícolas afectados negativamente por los huracanes Eta e Iota (en octubre y noviembre, respectivamente), cuyo efecto fue parcialmente compensado por la evolución positiva de la producción exportable de banano y de los productos para el mercado local (raíces y tubérculos y, plátano).
- g) Servicios de información y comunicaciones (2,3%): en su crecimiento incidió la mayor demanda de servicios de telecomunicaciones (celular e internet), consecuente con un incremento en la modalidad del teletrabajo, los programas de educación remota, el comercio electrónico, los servicios digitales y las transferencias electrónicas.

²¹ Combinó el efecto de una menor demanda externa (cancelación de pedidos) y una menor oferta exportable. Esto último determinado por la reducción en el área sembrada y en la productividad y la suspensión temporal de contratos laborales de cosecha y empaque (en parte influida por las tensiones sociales de octubre último).

- h) Manufactura (3,3%): el crecimiento en esta industria estuvo determinado por la producción de empresas amparadas a regímenes especiales de comercio, cuyo comportamiento más que compensó la caída en la producción de las empresas del régimen definitivo.

En el primer semestre la contracción fue generalizada²², pero en la segunda mitad del año la producción de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio mostró una rápida recuperación, en particular aquellas dedicadas a implementos médicos²³. En contraste, la producción de empresas del régimen definitivo fue afectada por eventos como la restricción comercial dispuesta por el Gobierno panameño (sobre todo a productos de origen agropecuario) y los bloqueos en protesta a la negociación con el FMI.

El comportamiento indicado de la actividad económica se manifestó en el mercado laboral, el cual presentó un profundo deterioro en 2020. Según la Encuesta Continua de Empleo (ECE), la tasa de desempleo alcanzó un nivel máximo (24,4%) en el trimestre que concluye en julio, luego de iniciar el año en 12,3%. Con la flexibilización de las restricciones sanitarias, el desempleo ha bajado de manera lenta hasta ubicarse en 21,3% en el trimestre móvil terminado en noviembre. Un comportamiento similar se observa en los indicadores de subempleo, cuyo valor en noviembre último fue de 22,7% (11,8% en 2019).

De manera consecuente, la tasa de ocupación se mantuvo a la baja, registrando un valor mínimo de 43,1% en julio, mientras que la tasa neta de participación cayó a 57,1% en el mismo mes. Posteriormente, entre agosto y noviembre, se observó un aumento tanto de la ocupación como de la participación en el mercado laboral. Sin embargo, ambos indicadores aún están por debajo de los niveles observados en 2019 (Gráfico 11).

La caída en la ocupación se dio con mayor fuerza en el sector informal, lo cual generó una reducción de la informalidad en el empleo entre marzo y junio. No obstante, con la reapertura esta tendió rápidamente al alza y para noviembre ya registraba un 44,6% del total de los ocupados, nivel similar al observado en el año anterior.

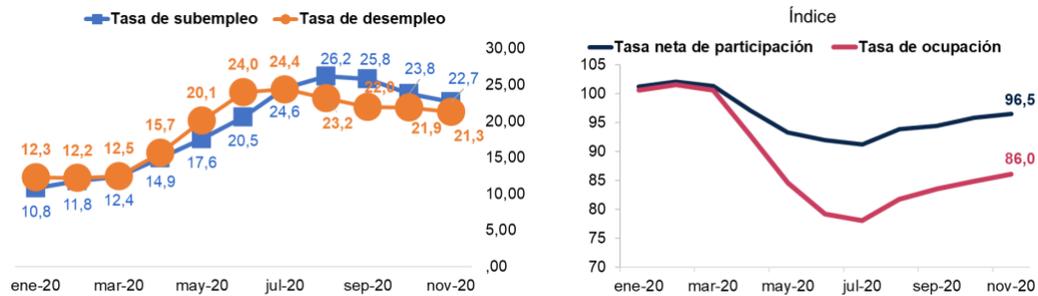
Con el fin de mitigar los efectos de la pandemia, el Gobierno permitió a las empresas reducir las jornadas laborales y suspender temporalmente los contratos laborales. Cerca de 244 mil solicitudes para una u otra modificación fueron aprobadas durante el año, equivalentes a un 13% del total de los ocupados.

²² En las empresas del régimen definitivo la contracción fue mayor en las dedicadas a la producción alimenticia (bebidas, pollo, arroz, frutas y legumbres), de papel y de productos para la construcción, en tanto que, en las amparadas a regímenes especiales, la mayor afectación se presentó en las que producen implementos médicos como implantes mamarios, catéteres y equipo de transfusión.

²³ Por ejemplo, fórceps para biopsias gastrointestinales, clips de hemostasia, catéteres de drenaje, plantillas ortopédicas y equipo para terapias respiratorias.

Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes e índice (2019 = 100)

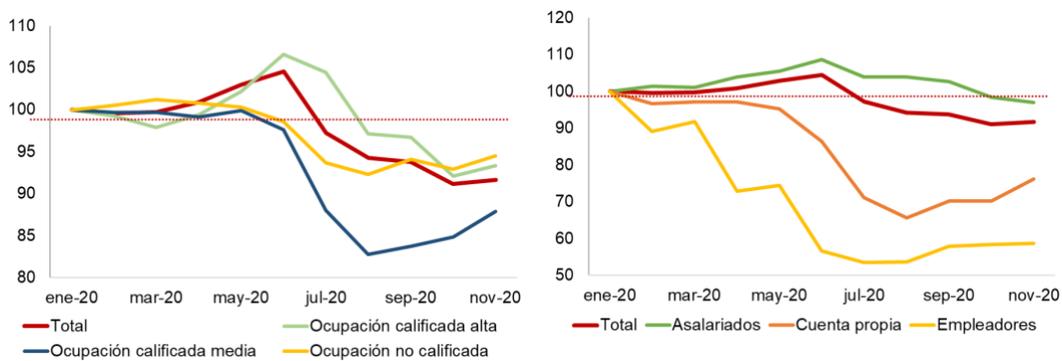


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

El aumento en la desocupación, así como la reducción de las jornadas de algunos trabajadores generó una disminución significativa de los ingresos laborales. De acuerdo con los datos de la Encuesta Continua de Empleo, los ingresos de los ocupados en su actividad principal cayeron entre julio y octubre, con una modesta mejora en noviembre. En promedio, los ingresos de los ocupados a noviembre son un 8,6% menores que en enero. Los más afectados fueron los empleadores y los trabajadores por cuenta propia. Según grado de calificación del grupo ocupacional, los más afectados fueron los de calificación media²⁴. No obstante, estos segmentos mostraron una mejora relativa en el segundo semestre del año (Gráfico 12).

Gráfico 12. Ingreso promedio mensual en el empleo principal según nivel de calificación y posición en el empleo

(Índice base ene-20 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

²⁴ De acuerdo con la clasificación que utiliza el INEC para los grupos ocupacionales.

Recuadro 2. Evolución del COVID-19 en Costa Rica¹

En el 2020 la pandemia por COVID-19 afectó significativamente la actividad económica mundial, debido tanto al efecto del coronavirus sobre la salud y la conducta de las personas, como a las estrictas medidas sanitarias tomadas por los gobiernos para tratar de evitar su propagación. Al término de ese año, se registraron cerca de noventa millones de contagiados y dos millones de muertes por esta enfermedad. Esta crisis sanitaria se mantiene en enero de 2021, e incluso varios países han reintroducido las restricciones a la movilidad de las personas, luego de un periodo de flexibilidad. No obstante, la reciente aprobación de varias vacunas, hace previsible un mejor panorama para este año en cuanto al manejo de la pandemia, en comparación con el previo.

El Cuadro 2.1 resume el comportamiento de la pandemia, desde el 6 de marzo de 2020, cuando se registró el primer caso en Costa Rica, hasta el 11 de enero de 2021. Para fines expositivos, se dividió este periodo en cuatro etapas, usando como criterio la cantidad de casos confirmados y la tasa de reproducibilidad (R)². Las medidas aplicadas por el Gobierno para enfrentar esta pandemia se han ajustado en el tiempo, según la dinámica de la enfermedad y el impacto de dichas acciones sobre la actividad económica.

En la primera etapa, comprendida entre marzo y abril, la aplicación de medidas sanitarias estrictas llevó a una cantidad de contagios relativamente baja. Sin embargo, hubo una afectación considerable en la actividad económica, por lo cual en mayo inició un periodo gradual de apertura que, si bien dio un respiro a la economía, llevó a un aumento de la tasa R. En junio, se comenzó a implementar la estrategia denominada “baile y martillo”, que alterna periodos de flexibilización de las medidas sanitarias (baile) y de mayores restricciones (martillo). Posteriormente, en setiembre inició el modelo “Costa Rica trabaja y se cuida”, que busca un equilibrio entre la actividad económica y las medidas sanitarias, y que confía más en la responsabilidad individual en la prevención del contagio. Este esquema más flexible se mantuvo hasta diciembre de 2020. En enero de 2021 el Gobierno estimó conveniente retomar algunas restricciones, en previsión al aumento de contagios por las actividades sociales de finales de año.

Las medidas antes descritas han permitido al país atender esta pandemia sin que hasta la fecha haya habido una saturación en el sistema sanitario, como ha ocurrido en otros países. Además, la tasa de letalidad³ ha sido relativamente baja en comparación incluso con economías avanzadas.

Al término de 2020 el Ministerio de Salud registró un acumulado de 169.321 casos confirmados de contagio⁴ (Gráfico 2.1), 131.293 recuperados, 35.213 casos activos y 2.185 fallecidos, lo que llevó a una tasa de letalidad de 1,29%. A esa fecha, había 590 pacientes hospitalizados, 351 en salón (35,6% de ocupación) y 239 en unidades de cuidados intensivos (70,1% de ocupación)⁵.

¹ Este recuadro da continuidad al Recuadro 2 de la revisión del Programa Macroeconómico 2020-2021 y al Recuadro 3 del Informe de Política Monetaria, publicados en julio y octubre del 2020 respectivamente.

² Este indicador muestra la cantidad de contagios que puede generar una sola persona en un tiempo t. Si su valor es inferior a 1 y se mantiene así, la epidemia estaría en camino de extinguirse. De lo contrario, los casos seguirían aumentando y, sin medidas para contenerlos, el incremento se tornaría exponencial.

³ La tasa de letalidad es la proporción de personas que mueren por COVID-19 con respecto a los casos positivos confirmados. Esa tasa sobrestima la mortalidad efectiva, pues hay muchas personas que contraen la enfermedad, pero permanecen asintomáticos o con síntomas leves.

⁴ A partir del 2 de agosto de 2020 se incluye en el total de confirmados los casos confirmados por nexo, que son aquellos que habitan en un mismo espacio físico con un positivo confirmado por prueba PCR y presentan síntomas (no se les realiza la prueba diagnóstica).

⁵ Porcentaje de ocupación de acuerdo con la cantidad de camas disponibles informado por la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS).

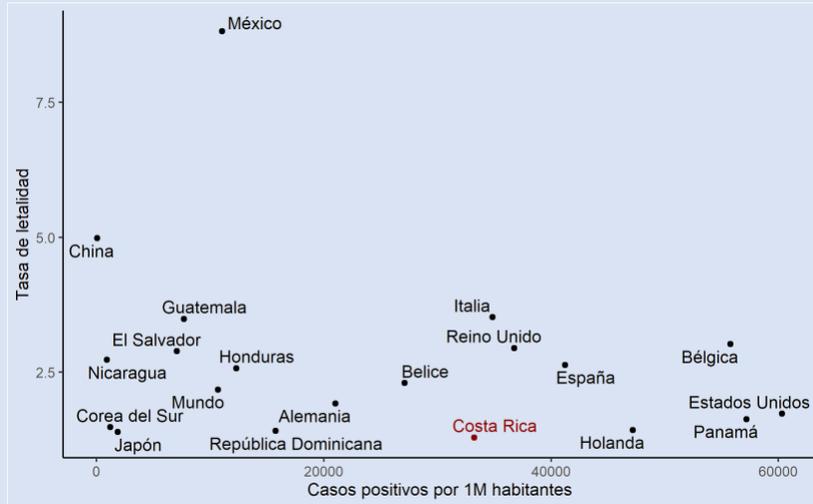
Cuadro 2.1. Resumen de las etapas de la pandemia en Costa Rica.

Etapas	Acontecimientos y medidas	Tasa R	Casos confirmados
Primera etapa: inicio y restricciones. Marzo-abril 2020	<p>El 6 de marzo 2020 se confirma el primer caso de COVID-19.</p> <p>El Gobierno declara alerta amarilla y Estado de Emergencia Nacional. Se cancelan eventos masivos y se aplica el cierre de locales comerciales con permiso sanitario, de centros educativos, playas, templos y cultos religiosos.</p> <p>Se cierran las fronteras y aeropuertos y se establece la restricción vehicular sanitaria.</p>	<p>Mín.: 0,51 (16 abril)</p> <p>Máx.: 1,14 (30 abril)</p> <p>Prom.: 0,75</p>	<p>Mar: 347</p> <p>Abr: 375</p>
Segunda etapa: reapertura. Mayo-julio 2020	<p>Se anuncia el cronograma de reapertura en 4 fases hasta julio. Se declara alerta naranja en los cantones fronterizos y el GAM, en los cuales se posponen las fases de reapertura II y III. En los cantones con alerta amarilla se continuó con el cronograma.</p> <p>El 24 de junio el Gobierno anunció la estrategia del “baile y martillo</p>	<p>Mín.: 1,06 (30 julio)</p> <p>Máx.: 1,73 (25 junio)</p> <p>Prom.: 1,42</p>	<p>May: 337</p> <p>Jun: 2.403</p> <p>Jul: 14.361</p>
Tercera etapa: flexibilización Agosto-diciembre 2020	<p>El Gobierno presenta un plan de medidas para agosto , dividido en dos fases, de reapertura y de cierre, para los cantones en alerta naranja.</p> <p>Apertura de fronteras y vuelos internacionales a partir del 1 de agosto.</p> <p>En setiembre inició la fase de apertura controlada y se implementó el modelo de gestión compartida: “Costa Rica trabaja y se cuida”.</p> <p>El 9 de setiembre se decretó la orden sanitaria del uso obligatorio de mascarillas en lugares públicos.</p> <p>Se mantuvo la restricción vehicular sanitaria.</p> <p>El 24 de diciembre inicia la vacunación contra el COVID-19.</p>	<p>Mín.: 0,93 (27 oct)</p> <p>Máx.: 1,17 (27 agosto)</p> <p>Prom.: 1,02</p>	<p>Ago: 23.467</p> <p>Set: 34.473</p> <p>Oct: 34.211</p> <p>Nov: 29.667</p> <p>Dic: 29.683</p>
Cuarta etapa: Nuevas restricciones Enero 2021	<p>Del 4 al 17 de enero:reducción en el aforo de bares y casinos al 25%, parques nacionales podrán funcionar con un aforo de 50%, y las playas se habilitan únicamente de 5:00 am a 2:30 pm.</p> <p>Desde el 4 de enero y durante todo el mes, se mantiene la restricción vehicular y se agrega un día de restricción los fines de semana.</p> <p>A partir del 18 de enero, bares y casinos podrán funcionar con un aforo de 50% y se habilita el acceso a las playas desde las 5:30 a.m. hasta las 6:00 p.m.</p>	<p>Mín: 0,81 (21 enero)</p> <p>Máx: 1,02 (1 enero)</p> <p>Prom: 0,90</p>	<p>Al 27 enero: 22.745</p>

Fuente: Casa Presidencial: Alertas COVID-19 Costa Rica

Si bien Costa Rica presenta más casos confirmados por millón de habitantes que el promedio con respecto a otros países (una tasa cercana a las de Italia y el Reino Unido), la tasa de letalidad ha sido considerablemente inferior al promedio mundial (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1. Casos confirmados por millón de habitantes y tasa de letalidad



Fuente: Our world in data (31-12-2020).

Además, desde setiembre, el total mensual y el promedio móvil de 7 días de casos confirmados muestran una tendencia a la baja, que se intensifica en enero (Cuadro 2.1 y Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2. Promedio móvil de 7 días de los casos diarios confirmados de COVID-19



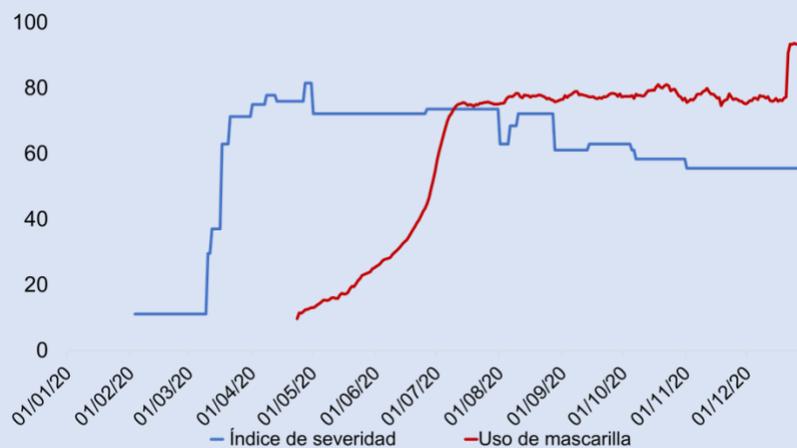
Fuente: Información al 27-1-2021 del Ministerio de Salud.

Según el Centro Centroamericano de Población de la Universidad de Costa Rica, tres factores que pueden haber influido en la reducción de casos en enero son: “(1) las restricciones de circulación y de aglomeración en bares y similares ordenadas a partir del 1 de enero; (2) la caída de actividades económicas y sociales que usualmente se observa en el país en la denominada “cuesta de enero” en la que muchas familias tiene restricciones económicas que les obliga a quedarse en casa mientras otras se van de vacaciones; y (3) la propia dinámica del brote epidémico que reduce el reservorio de personas susceptibles de infectarse porque muchas se han inmunizado al haber sufrido ya la enfermedad.”⁶

Para febrero se ha anunciado una flexibilización, que entre otras contempla la estandarización del horario de restricción vehicular de lunes a domingo hasta las 10:00 p.m., la apertura de las playas de 5:00 a.m. a 6:00 p.m. y un aforo al 100% para los parques nacionales.

La evolución de las medidas sanitarias y de las conductas de prevención en Costa Rica queda de manifiesto en indicadores de índole internacional. Por ejemplo, la Universidad de Oxford calcula el índice de severidad para medir el grado de restricción de las medidas de confinamiento para reducir la propagación del virus y la saturación hospitalaria, y la Universidad de Maryland calcula el porcentaje de personas en un país o región que en un día determinado usan mascarilla como protección. Los resultados para Costa Rica, que se muestran en el Gráfico 2.3, señalan un aumento en el uso de mascarillas entre abril y julio, situación acompañada de una disminución leve de las medidas de confinamiento y restricción. Sin embargo, en ocasión de las celebraciones de Navidad y fin de año se endurecieron las medidas de restricción, y al mismo tiempo la población intensificó el uso de mascarillas como medida de protección.

Gráfico 2.3. Índice de severidad y uso de mascarillas^{1/} en Costa Rica



1/ En porcentaje. Corresponde al promedio de los últimos 7 días.

Fuente: Universidad de Oxford: [Coronavirus government response tracker](#)
Universidad de Maryland: [COVID-19 World Symptom Survey](#). La información se obtiene mediante una dirección API en el programa R.

⁶ Ver [Tasa R COVID-19](#)

Inicio de la vacunación

El 11 de diciembre del 2020, la Administración de Medicamentos y Alimentos de los Estados Unidos (FDA por sus siglas en inglés) otorgó la autorización de uso de emergencia a la vacuna contra el COVID-19 producida por Pfizer y BioNTech. El 15 de diciembre el Ministerio de Salud de Costa Rica autorizó el uso de la vacuna en el país⁷.

El Gobierno costarricense compró a Pfizer-BioNTech tres millones de dosis⁸ y firmó contratos con AstraZeneca-Oxford y la iniciativa COVAX de la Organización Mundial de la Salud (OMS) para adquirir tres millones adicionales de vacunas (un millón de dosis de la primera y dos millones de la segunda). Estos seis millones de dosis beneficiarán a tres millones de personas, cifra equivalente al 80% de la población adulta.

Los grupos de personas que serán vacunados se establecieron según los criterios de riesgo definidos por la Comisión Nacional de Vacunación y Epidemiología, y consideran tanto el riesgo de enfermar gravemente y morir, como el riesgo de contagiarse y contagiar a otras personas (Cuadro 2.2). El programa de vacunación en Costa Rica inició el 24 de diciembre de 2020⁹. Al 22 de enero de 2021, se habían aplicado 48.128 vacunas (45.707 corresponden a primera dosis y 2.421 a segunda dosis).

Cuadro 2.2 Grupos de vacunación contra COVID-19

Grupo 1	Personas adultas mayores que habitan en un centro de larga estancia. Personal sanitario, policial y de emergencia.
Grupo 2	Personas de 58 años o más, independientemente de si tienen o no algún factor de riesgo.
Grupo 3	Personas entre 18 y 58 años que presenten algún factor de riesgo como: hipertensión, diabetes, cardiopatías, enfermedad respiratoria crónica, enfermedad renal crónica, obesidad grado III y mórbida y cáncer.
Grupo 4	Funcionarios del Ministerio de Educación Pública, así como el sector educativo privado y el personal de los centros de atención integral (CAI) y de albergues del Patronato Nacional de la Infancia. De igual forma están incluidas las personas privadas de libertad y del Sistema de Emergencias 9-1-1.
Grupo 5	Estudiantes de ciencias de la salud y técnicos afines en campos clínicos de la CCSS, así como por la población de 40 a 57 años que no tenga otro de los riesgos previamente descritos, pero que realizan actividades laborales relacionadas a contacto con personas o de impacto en el sector productivo, por ejemplo: agricultura, construcción, atención al cliente, restaurantes, empleadas domésticas, entre otros.

Fuente: Ministerio de Salud.

Otros países iniciaron también la vacunación contra el COVID-19. China fue el primer país en autorizar el uso de emergencia de la vacuna desarrollada por CanSino Biologics y Sinopharm. Israel, Emiratos Árabes, Reino Unido y Bahréin lideran la lista de países con mayores tasas de aplicación de las vacunas por cada 100 personas, seguidos de Estados Unidos y Dinamarca. En Latinoamérica, los primeros países en iniciar este proceso fueron México, Chile, Argentina y Costa Rica.

El 14 de diciembre de 2020, las autoridades del Reino Unido informaron a la OMS que habían identificado una nueva cepa variante del SARS-CoV-2. Según los informes preliminares, esta variante es más contagiosa que los anteriores virus en circulación y supone un aumento estimado de entre 40% y 70% en la transmisibilidad. La nueva variante ha sido detectada en varios países, entre ellos Australia, Dinamarca, Italia, Islandia y los Países Bajos¹⁰. Sin embargo, expertos en la materia han indicado que las vacunas siguen siendo igual de efectivas para esta cepa.

⁷ Mayor detalle en [FDA autoriza vacuna contra COVID-19](#) y [Ministerio Salud autoriza vacuna Pfizer-BioNtech](#)

⁸ Mayor detalle en [Gobierno define prioridades para vacuna contra COVID-19](#).

⁹ Mayor detalle consultar [Estado de vacunación mundial por país](#).

¹⁰ Variante SARS-COV2.

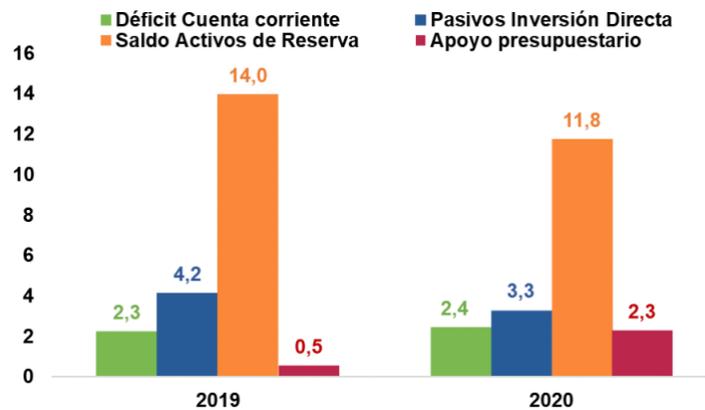
1.2.2 Balanza de pagos

Los efectos de la pandemia por COVID-19 sobre las operaciones comerciales del país con el resto del mundo, se reflejaron en un ligero incremento en el déficit de la cuenta corriente y en la salida neta de recursos, con una reducción en los activos de reserva.

En 2020, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó 2,4% del PIB, superior en 0,1 p.p. con respecto al del año previo (Gráfico 13). La caída en el superávit de servicios, determinada en mayor medida por la reducción en el turismo receptivo, fue prácticamente contrarrestada con un menor déficit de la cuenta de bienes. En efecto, el rubro de viajes fue severamente impactado a partir del segundo trimestre, inicialmente por las medidas de confinamiento y el cierre de fronteras aéreas y, posteriormente, por una menor disposición y holgura financiera de las personas a viajar, a pesar de la flexibilización en las restricciones de ingreso de turistas a partir de agosto.

Gráfico 13. Componentes de la balanza de pagos

Como proporción del PIB



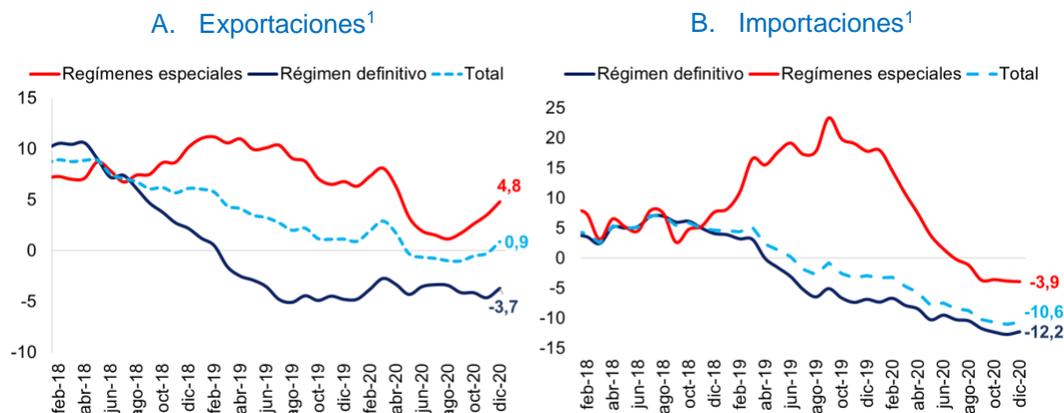
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El superávit de servicios alcanzó 7,1% del PIB, 3,0 p.p. menos que lo observado en 2019. Coherente con la caída en la cuenta de viajes, el rubro neto de transporte de pasajeros bajó 5,4%. En contraste, los servicios de apoyo empresarial y de telecomunicaciones, informática e información crecieron 1,2% y 1,9%, respectivamente.

Por otra parte, el déficit en la cuenta de bienes fue de 4,6% del PIB (2,7 p.p. menos que en 2019), en esto influyó la caída interanual de 10,6% en las compras externas, por la contracción económica local) y el aumento de 0,9% en las exportaciones, impulsadas por las de regímenes especiales (Gráfico 14).

Gráfico 14. Valor de exportaciones e importaciones de bienes según régimen

Variación acumulada de 12 meses móviles en porcentaje



^{1/} Datos preliminares a diciembre de 2020 (incluye ajustes por metodología de balanza de pagos).

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En cuanto a las compras externas, las del régimen definitivo cayeron 12,2% en el 2020, influidas en buena medida por la menor factura petrolera (-47%), que combinó el efecto de la caída en la cantidad importada (22,9%) y en el precio de la mezcla de hidrocarburos (31,4%).

Las importaciones de las empresas de regímenes especiales cayeron con respecto al año previo en 3,9%. No obstante, en el segundo semestre el ritmo de caída fue menor (-1,0% contra -6,8% en la primera mitad del año), ante el incremento en las compras de bienes de capital, en especial de equipo para pruebas a dispositivos conductores.

Por su parte, las exportaciones realizadas por las empresas del régimen especial crecieron 4,8% en 2020, en particular las de implementos médicos y dentales. En contraste, las de las empresas del régimen definitivo cayeron 3,7%, tanto en productos agropecuarios como manufacturados.

En 2020 el déficit en la cuenta de ingreso primario alcanzó 5,7% del PIB (5,9% un año antes), resultado en buena medida explicado por la caída en la renta de la inversión directa (0,6 p.p. del PIB), toda vez que el componente de pago de intereses de la deuda pública externa subió.

En este período el ingreso secundario registró una reducción en la entrada neta de recursos con respecto a la observada en el año anterior (7,5%), explicada por la caída en el ingreso de remesas y el menor ingreso de recursos percibidos por impuestos sobre envíos al exterior.

En lo que respecta a la cuenta financiera, en 2020 hubo una salida neta de recursos por el equivalente a 0,5% del PIB. Las operaciones del sector público presentaron un egreso neto de 0,8% del PIB, que contrasta con el financiamiento externo neto registrado un año antes (1,4% del PIB). Si bien en 2020 el Gobierno tuvo un ingreso neto de recursos externos (particularmente en créditos de apoyo presupuestario recibió el equivalente a 2,3 p.p. del PIB), este efecto fue más que compensado por

la constitución de activos externos netos por parte de los bancos públicos y la cancelación de pasivos externos por parte del Banco Central y del resto del sector público no financiero. En lo que respecta al sector privado, su financiamiento neto fue equivalente a 0,3% del PIB (3,0% en el 2019), en el que sobresalen los pasivos de inversión directa (3,3% del PIB).

A pesar de que los flujos de pasivos de inversión directa fueron menores a los observados el año anterior (4,2% del PIB), es preciso destacar que esta reducción (23,6%) fue inferior a lo previsto globalmente (40%) y para América Latina y el Caribe (50%)²⁵. Al respecto, se debe resaltar que durante el 2020 hubo 81 proyectos nuevos de inversión extranjera directa, de los cuales 26 correspondieron a nuevas empresas y el resto a procesos de reinversión. Asimismo, durante el año fue posible diversificar el origen geográfico de la inversión, toda vez que 14 proyectos nuevos provienen de mercados no tradicionales (4 en 2019).

El resto del capital privado registró una salida de recursos (3,0% del PIB). En ello destacó el incremento de activos y la cancelación de pasivos externos por parte de intermediarios financieros privados por el equivalente a 1,9% del PIB.

Estas operaciones (reales y financieras) con el resto del mundo llevaron a una reducción en los activos de reserva por *USD* 1.754 millones, que ubicó su saldo en *USD* 7.232 millones, equivalente a 6,9 meses de importaciones del régimen definitivo y a 11,8% del PIB.

1.2.3 Finanzas públicas

La crisis sanitaria producto del COVID-19 llevó a un drástico deterioro de las finanzas públicas durante el 2020. La recaudación tributaria disminuyó debido a la contracción de la actividad económica y a la moratoria aplicada por el Gobierno para el pago de algunos tributos. Esto fue parcialmente compensado por una caída en el gasto primario, a pesar del aumento del gasto orientado a la atención de la pandemia y los subsidios otorgados a los hogares más afectados por la crisis (Bono Proteger).

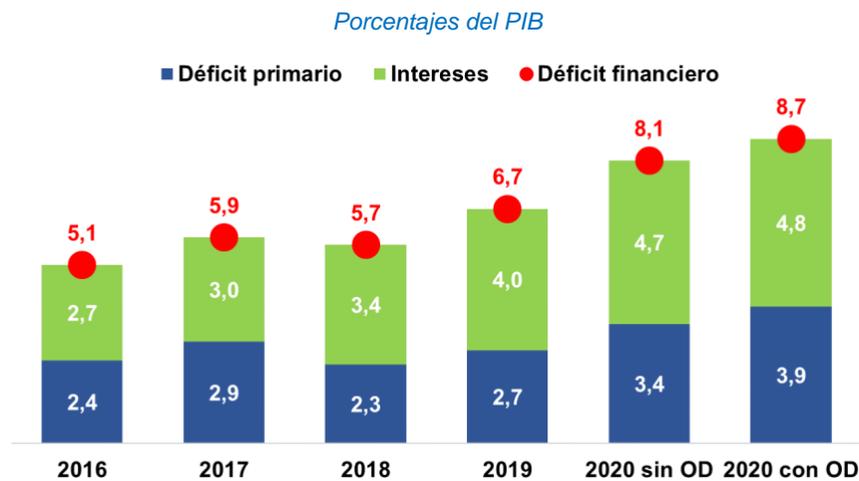
La pandemia afectó severamente las finanzas públicas. Como consecuencia de la contracción económica, los ingresos tributarios se contrajeron. A esto contribuyó también la aplicación de la moratoria tributaria, establecida en la Ley 9830 “Ley de alivio fiscal” y la incertidumbre de los agentes económicos sobre la prolongación de la pandemia, que comprometió el cumplimiento de obligaciones tributarias. Los gastos también fueron afectados, por el incremento en las transferencias al sector salud y el otorgamiento de subsidios (Bono Proteger) para dar alivio a los sectores vulnerables afectados por el COVID-19.

²⁵ Proyecciones tomadas del Informe de Inversiones para 2020 de la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo).

Pese a las erogaciones para atender la crisis sanitaria, los esfuerzos por racionalizar y contener otros gastos llevaron a una reducción del gasto primario (es decir, los gastos totales menos intereses) de 5,7%. Sin embargo, la caída en los ingresos fue mucho mayor, lo que condujo a un aumento en el déficit primario del Gobierno Central de 0,7 p.p. con respecto a lo observado 12 meses atrás, para ubicarse en 3,4% del PIB en 2020 (Gráfico 15). El mayor gasto por intereses contribuyó a un deterioro aún mayor del déficit financiero del Gobierno Central, que se ubicó en 8,1% del PIB al término del año (6,7% en 2019)²⁶.

De conformidad con la Ley 9524, a partir de 2021 se deben consolidar como parte del balance del Gobierno Central las operaciones de los órganos desconcentrados. Si, para efectos de comparación, se consolidaran esos órganos en el 2020, el déficit primario consolidado para el Gobierno Central sería de 3,9% del PIB y el financiero sería de 8,7%.

Gráfico 15. Déficit financiero, primario e intereses del Gobierno Central



OD: Órganos desconcentrados.

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

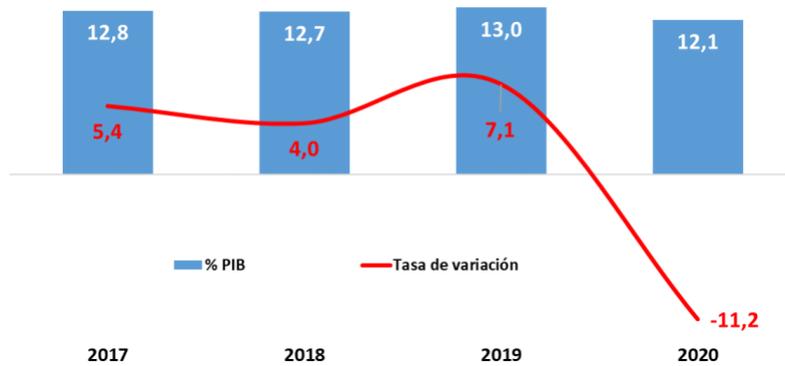
Los ingresos totales y tributarios del Gobierno Central en 2020 cayeron 11,0% y 11,2%, y alcanzaron el equivalente a 13,3% y 12,1% del PIB, en su orden, 1,0 p.p. menos que el año anterior (Gráfico 16).

En particular, la contracción en los ingresos tributarios se observó en aduanas, combustibles y renta, de manera consecuente con: i) la contracción económica, ii) la caída en las importaciones (incluidas las de combustibles), y iii) los menores flujos de turismo (emisor y receptor) y de remesas del exterior.

²⁶ Los efectos de la moratoria tributaria fueron de 0,7% del PIB. Si se ajustaran los datos por el impacto de la prórroga, el ingreso tributario hubiera decrecido alrededor de 6,5% y, con ello, el resultado financiero a diciembre sería 7,4% del PIB. Asimismo, el déficit primario habría sido de 2,8% del PIB, es decir, 0,1 p.p. más que el observado al término de 2019.

Gráfico 16. Gobierno Central: Ingresos tributarios

Porcentajes del PIB y variación interanual

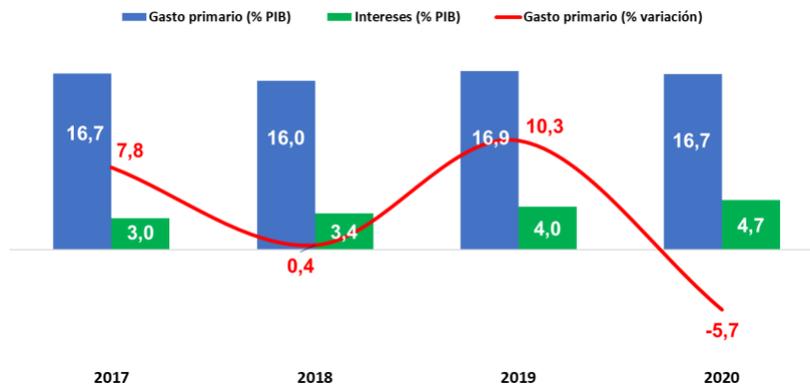


Fuente: Ministerio de Hacienda.

En el caso de los egresos (Gráfico 17), a pesar de la contracción en los gastos primarios²⁷ (5,7%), la fuerte expansión del pago de intereses (10,8%) llevó a que el total de erogaciones cayera sólo 2,5%.

Gráfico 17. Gobierno Central: Gastos primarios e intereses

Porcentajes del PIB y variación interanual



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, el déficit del Banco Central²⁸ fue equivalente a 0,3% del PIB, similar a lo observado en el 2019, mientras el resto del sector público no financiero reducido²⁹, según cifras preliminares, acumuló en 2020 un superávit equivalente a 1,2% del PIB (1,6% en 2019), resultado que obedece a la caída en los ingresos de la mayoría de las entidades públicas incluidas en la muestra.

²⁷ La caída en los gastos de capital y en las transferencias corrientes fue de 38,2% y 2,4%, en ese orden, mientras que las remuneraciones crecieron únicamente 0,2%.

²⁸ Según metodología de cuentas monetarias.

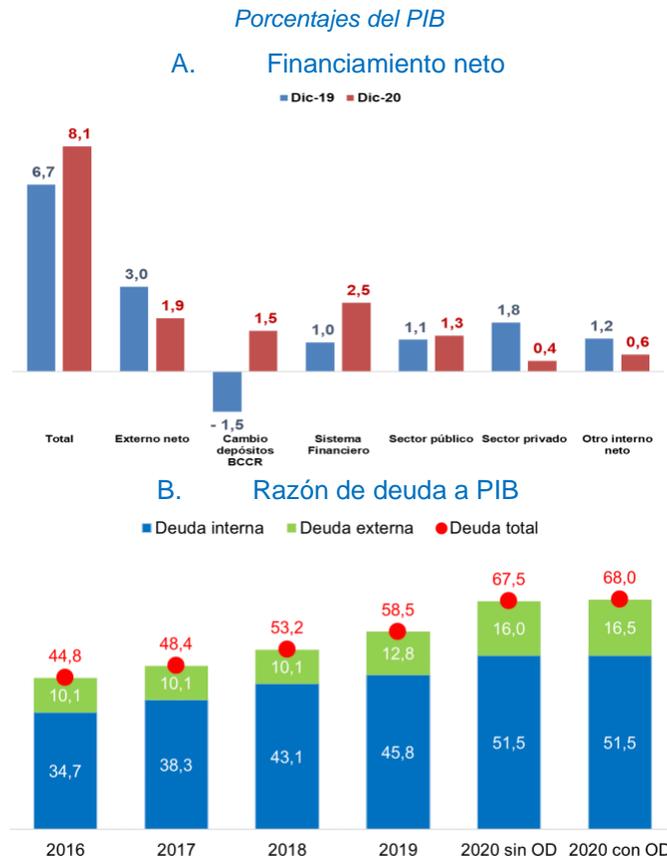
²⁹ Incluye una muestra de seis entidades: CCSS, Instituto Costarricense de Electricidad, Consejo Nacional de Producción, Refinadora Costarricense de Petróleo, Junta de Protección Social e Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados.

Dado lo anterior, el déficit financiero del sector público global reducido se ubicó en el equivalente a 7,1% del PIB (cerca de 1,8 p.p. por encima de lo registrado 12 meses atrás).

A pesar del mayor déficit, la estrategia de financiamiento aplicada por la Tesorería Nacional, que combinó el uso de los créditos externos y de los depósitos en el BCCR, permitió mitigar presiones sobre las tasas de interés internas por la colocación de títulos en el sistema financiero nacional (Gráfico 18.A).

En este contexto, y consecuente con el resultado financiero del Gobierno Central, el saldo de la deuda del sector público global y del Gobierno Central en diciembre último ascendió a 83,1% y 67,5% del PIB, respectivamente, es decir, alrededor de 9,0 p.p. superior a lo registrado un año atrás (Gráfico 18.B).

Gráfico 18. Gobierno Central: financiamiento neto y razón de deuda



OD: Órganos desconcentrados.

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

1.2.4 Inflación

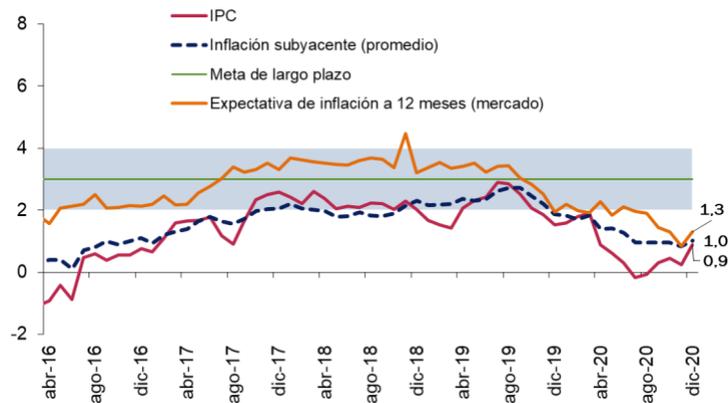
Durante 2020, la inflación general y el promedio de los indicadores de inflación subyacente estuvieron por debajo del rango de tolerancia para la meta de inflación (2% a 4%). Las presiones desinflacionarias se agudizaron a partir de abril por factores asociados a la pandemia del COVID-19, así como por el efecto base de la introducción del impuesto al valor agregado en julio de 2019.

La inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente evidenciaron las presiones desinflacionarias presentes en la economía desde el 2019, y agudizadas a partir del segundo trimestre de 2020 debido a la baja inflación mundial, la caída de la demanda agregada y el deterioro del mercado laboral, factores asociados a la pandemia. Aunado a lo anterior, en su evolución también influyó el efecto base de la introducción del impuesto al valor agregado en julio de 2019, lo que propició una variación negativa de la inflación general de julio y agosto.

Estos indicadores se ubicaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia para la meta de inflación del Banco Central ($3\% \pm 1$ p.p.). La inflación general registró durante el 2020 un promedio de 0,7% y en diciembre se ubicó en 0,9%. Los resultados para la inflación subyacente fueron de 1,3% y 1,0%, en ese orden (Gráfico 19). La pandemia ha inducido un cambio en los patrones de consumo, que puede haber impactada ligeramente la medición de la inflación, tal como se detalla en el Recuadro 3.

Gráfico 19. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas

Variación interanual, en porcentajes



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

Entre las presiones desinflacionarias destacan las siguientes:

- a) Un menor efecto del componente importado de la inflación local, debido a la desaceleración de la inflación mundial. En esto influyó la reducción en el precio de los derivados del petróleo. El efecto del menor precio de productos importados fue parcialmente compensado por el aumento en el tipo de cambio³⁰.
- b) Una brecha del producto más negativa, como consecuencia de la fuerte contracción económica, tanto local como de los principales socios comerciales del país. Esta situación llevó a un drástico deterioro en el mercado laboral, con un incremento abrupto en la tasa de desempleo.
- c) El estancamiento del crédito al sector privado, congruente con la caída de la actividad económica, las perspectivas pesimistas de los agentes económicos y la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis sanitaria. También se puede asociar con la mayor cautela por parte de los intermediarios en el otorgamiento de crédito, no solo por el incremento en el riesgo crediticio sino también por la mayor concentración del ahorro financiero en instrumentos altamente líquidos.

Las expectativas de inflación basadas en información de mercado³¹ señalan que, a diciembre de 2020, la inflación esperada por los agentes económicos para los siguientes 12 meses se ubicó en 1,3% (Recuadro 4).

³⁰ Sin embargo, los estudios del BCCR sugieren que el coeficiente del efecto traspaso del tipo de cambio a los precios internos se ha reducido con el tiempo, desde 0,60 p.p. durante el periodo 2005-2007 a 0,27 p.p. en octubre de 2015 y 0,2 p.p. estimado con información a noviembre de 2017. La estimación más reciente indica que el efecto es asimétrico: alrededor de 20% para aumentos del tipo de cambio, y de 15% para disminuciones, la mayor parte del cual se completa antes de los 9 meses. Una posible explicación de la reducción en el efecto traspaso es la mayor flexibilidad cambiaria, pues al ser menos predecible el tipo de cambio, los agentes económicos tienden a mostrarse más cautelosos al incorporar sus posibles variaciones en el precio final de los bienes y servicios que ofrecen. El anclaje de las expectativas de inflación puede haber incidido también. Para mayor detalle ver Brenes y Esquivel (2018). [Asimetrías en el traspaso del tipo de cambio durante el periodo de flexibilidad cambiaria en Costa Rica](#).

³¹ Calculadas a partir de la información de los rendimientos de bonos de deuda del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Mayor detalle en Segura Rodríguez, C. (2019). [Expectativas de inflación en el mercado de deuda soberana costarricense: ¿están ancladas?](#)

Recuadro 3. Cambios en los patrones de consumo como consecuencia de la pandemia por COVID-19 e impacto sobre la inflación estimada

Las medidas para contener la transmisión del coronavirus se acompañaron por cambios en los patrones de consumo. En efecto, la pandemia y sus consecuencias sanitarias y económicas se tradujeron en una reducción de los ingresos (pérdida de trabajos o reducción de jornadas laborales), mayores tiempos de permanencia en el hogar (por el teletrabajo y la educación virtual), el cierre forzado de establecimientos comerciales y de entretenimiento (impide consumir ciertos bienes y servicios aunque las preferencias y los ingresos lo permitieran), y compras mediante plataformas digitales y de entrega a domicilio.

En Costa Rica, desde el 6 de marzo de 2020, fecha del primer caso de coronavirus, el uso del transporte público y de visitas a tiendas y lugares de ocio (restaurantes, cafeterías, centros comerciales, museos, bibliotecas y cines) ha disminuido cerca de 40%, situación que explica la reducción en la demanda de prendas y accesorios de vestir, calzado y combustibles, entre otros. Por su parte, la visita a supermercados también muestra una caída significativa (aunque menor a la de otros establecimientos), congruente con las restricciones de ingreso a esos establecimientos y al aumento en la compra por medio de plataformas digitales con servicio de entrega en el hogar¹.

Además, las ventas de productos que usualmente se comercializan en centros educativos, como dulces, chocolates y bebidas presentaron una disminución. Sin embargo, hubo un incremento en las compras de alimentos utilizados para su preparación y consumo dentro del hogar (carnes, embutidos, arroz, harinas, frutas y legumbres, entre otros), así como de bienes para la limpieza (jabones y desinfectantes).

Cambios en el gasto del consumidor, como los indicados, tienen implicaciones sobre la inflación. El Banco Central Europeo, por ejemplo, construyó un índice de precios experimental con ponderaciones mensuales para la zona del euro que recoge estos cambios. Sus estudios indicaron que aumentó el peso de alimentos y servicios de comunicación y bajó el de actividades recreativas y bienes energéticos (combustibles). La evolución de este índice señala que desde el inicio de la pandemia la inflación ha estado por encima de lo que indica el Índice Armonizado de Precios de Consumo, en aproximadamente 0,2 p.p.². Por su parte, en Canadá, la construcción de un IPC ajustado que incorporó el mayor peso relativo de grupos como alimentos, medicamentos y productos farmacéuticos (salud y cuidado personal), en detrimento de transporte (viajes, vehículos de motor), ropa y recreación³, señala igualmente que la inflación habría sido superior (alrededor de 0,3 p.p. en mayo).

Para Costa Rica se estima que, de manera similar la inflación es ligeramente más alta que la indicada por el IPC, pero la diferencia es mucho menor, de apenas 0,02 p.p.. Este resultado se obtuvo de aplicar a las tasas de variación de los componentes del IPC, el cambio en pesos relativos basado en el comportamiento del IMAE y de las cuentas anuales de producción.

La pandemia también afectó la recolección de información de precios del consumidor. Según el INEC, la tasa de imputación de precios (precios no recolectados con respecto al total) pasó de un valor medio de 11,0% en 2019 a 24,6% en abril y 16,2% en mayo⁴ de 2020 (en la zona euro llegó a alcanzar 30%). No obstante lo anterior, el INEC señaló que el IPC fue adecuado para el seguimiento de la inflación.

¹ Para medir la variación de visitas se utiliza el informe de movilidad de las comunidades.

² Para mayor detalle revisar el recuadro: Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19, publicado por el Banco de España.

³ Para mayor detalle consultar el documento Monetary Policy Report July 2020.

⁴ Para mayor detalle ver la nota técnica Imputación de precios en el IPC de mayo del 2020 por el COVID-19.

Recuadro 4. Indicadores de expectativas de inflación

En un régimen de metas de inflación es fundamental para un banco central contar con un indicador de expectativas de inflación. En este régimen el banco central influye sobre la inflación por medio de movimientos de su tasa de interés de política monetaria (TPM). Así, un aumento en la TPM busca reducir la demanda agregada (en especial, el consumo de los hogares y la inversión de las empresas) y también las expectativas de inflación, con lo que se baja la presión sobre los precios futuros. Sin embargo, esos movimientos en la demanda se materializan solo si el aumento en la tasa de interés no se corresponde con un aumento de la expectativa de inflación (que podría ocurrir por diferentes razones); es decir, si hay un aumento en la tasa de interés real. De esta manera, en un esquema de metas de inflación, es crítico que el Banco Central cuente con una correcta medición de las expectativas de inflación, que le permita calibrar de forma adecuada su TPM.

Como parte del proceso para adoptar el esquema de metas de inflación en Costa Rica, que inició en 2005, el BCCR implementó a partir de 2006 la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio. El indicador de expectativas obtenido de esta encuesta fue utilizado por el BCCR para el diseño de su política y el análisis macroeconómico por varios años. Sin embargo, algunos autores han señalado que este indicador puede no ser el más apropiado para esos fines pues los informantes de la encuesta no utilizan toda la información disponible para formar sus expectativas. En el caso de Costa Rica, dichas expectativas basadas en encuestas han tendido a sobrestimar la inflación sistemáticamente.

Una forma de entender las razones por las que las expectativas presentan estos inconvenientes es estudiar cuál método de pronóstico utilizan los informantes de la encuesta para formar su expectativa de inflación. Segura Rodríguez (2020) muestra que los informantes de la encuesta mensual tienden a utilizar métodos simples que requieren de poca información (utilizan la última inflación observada o la meta anunciada por el BCCR) en detrimento de métodos más complejos y que requieren de más información (como el racional o el adaptativo). Por tanto, la expectativa de la encuesta no refleja los cambios que el indicador debería experimentar ante variaciones en la coyuntura macroeconómica.

Debido a estos problemas, el BCCR ha desarrollado e implementado un indicador alternativo de expectativa de inflación. Segura Rodríguez (2019)¹ utiliza una metodología que permite, a partir de la información de las transacciones de bonos de deuda pública en el mercado, generar un indicador de expectativa de inflación. Esta expectativa es más apropiada para la toma de decisiones debido a que presenta un sesgo de pronóstico menor que el de la expectativa de la encuesta y, además, como pequeños errores en el mercado pueden ser costosos para los agentes, esta expectativa alternativa refleja mejor la información relevante y provee una visión más certera del valor futuro de la inflación. Por ese motivo, el BCCR decidió recientemente utilizar las expectativas de mercado para sus modelos y decisiones de política.

¹ Segura Rodríguez, Carlos (2019). Formación heterogénea y persistente de las expectativas de inflación.

1.2.5 Política monetaria y condiciones financieras

En 2020 el BCCR mantuvo la postura monetaria expansiva y contracíclica aplicada desde el año anterior, con el fin de mitigar el impacto sobre los hogares y empresas de la pandemia por COVID-19, y procurar la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos.

Política monetaria

Desde que esta pandemia afectó severamente la actividad económica en Costa Rica y el mundo, el Banco Central, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y las Superintendencias encargadas de la supervisión del sistema financiero, adoptaron medidas de política para mitigar el impacto económico de la crisis sanitaria y, sobre todo, en procura de proteger el tejido empresarial y el empleo.

Las acciones incluyeron, entre otras, la profundización de la postura de política monetaria expansiva, inyecciones de liquidez en los mercados de negociación, la introducción de una nueva facilidad de crédito en moneda nacional (para intermediarios financieros) en condiciones favorables en cuanto a precio y plazo, así como la coordinación para flexibilizar la normativa prudencial, en apoyo de mejoras en las condiciones crediticias.

La situación macroeconómica del país en 2020 (brecha negativa de producto, alta tasa de desempleo, expectativas inflacionarias por debajo de la meta de inflación y crédito al sector privado estancado) creó espacio para que el Banco Central profundizara la postura de política monetaria expansiva y contracíclica iniciada en marzo de 2019, sin comprometer el logro de su objetivo primario de mantener una inflación baja y estable.

Específicamente, en 2020 el BCCR aplicó las siguientes medidas

- a) Redujo la tasa de política monetaria (TPM) en tres ocasiones (en las sesiones del 29 de enero, 16 de marzo y 17 de junio) para un acumulado de 200 p.b.³², hasta ubicarla en 0,75% anual, el mínimo histórico de este indicador. Con ello buscó propiciar la baja de las tasas de interés en el sistema financiero nacional, y de esa forma mejorar las condiciones para los nuevos créditos y aliviar la carga financiera de los deudores que formalizaron préstamos con tasa de interés variable.

El proceso de transmisión de la reducción de la TPM a las tasas de interés pasivas y activas del SFN ha sido rápido y casi completo. Al 27 de enero de 2021, los promedios para las tasas activas negociadas (TAN) y para las tasas pasivas negociadas (TPN) en colones del SFN³³, disminuyeron en 441 p.b. y 379 p.b., en ese orden, desde marzo de 2019 (la reducción en la TPM fue de 450 p.b. desde entonces). En la TAN, el mayor ajuste a la baja se observó en las operaciones de consumo personal³⁴, así como en comercio, servicios y turismo; en la TPN, se presentaron mayores reducciones en plazos inferiores a 360 días (Gráfico 20). Un estudio reciente del BCCR señala que el tiempo que

³² Se une a la reducción de 250 p.b. aplicada en el 2019.

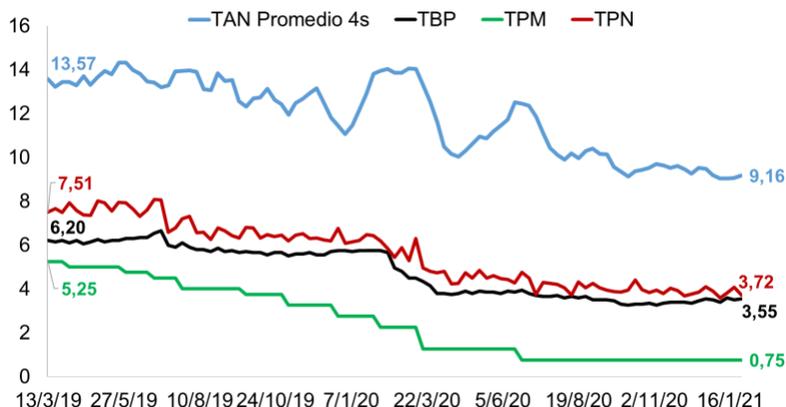
³³ Incluye los bancos comerciales, las cooperativas, mutuales y financieras.

³⁴ En este comportamiento pudo haber influido, además, la entrada en vigencia de la Ley 9859, que estableció máximos para las tasas de interés.

tarda el cambio de la TPM en transmitirse a las tasas de interés del sistema financiero ha disminuido (Recuadro 5).

Gráfico 20. TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional

En porcentajes



^{1/} TPN: tasa pasiva negociada, TAN: tasa activa negociada promedio móvil de 4 semanas, TBP: Tasa Básica Pasiva.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- b) Modificó el corredor de tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL). En las sesiones del 29 de enero y del 16 de marzo ajustó el corredor en forma asimétrica, con el fin de aumentar el costo de oportunidad para los intermediarios financieros superavitarios de mantener recursos en instrumentos de depósito y reducir el costo de obtener fondos para las unidades deficitarias³⁵, así como mejorar la transmisión de las señales de política monetaria. Posteriormente, el 17 de junio, y en razón de la nueva reducción de la TPM y el que el límite inferior de ese corredor estaba prácticamente en cero, su banda volvió a ser simétrica.
- c) Dispuso que a partir de enero de 2020 realizará anualmente ocho reuniones de política monetaria, con un calendario anunciado. Esto con el propósito de mejorar la información para los mercados financieros y dirigir la formación de expectativas sobre las fechas de revisión de la política monetaria y, de esa forma, favorecer el proceso de planeación y toma de decisiones por parte de los agentes económicos³⁶.

³⁵ La decisión se tomó en un contexto de alta disponibilidad de liquidez en el MIL, asociada a la reducción, de 15% a 12%, del encaje mínimo legal y de la reserva de liquidez para las operaciones en moneda nacional, aplicada a partir del 16 junio de 2019.

³⁶ Conforme al calendario aprobado para 2020, las reuniones fueron realizadas el 29 de enero, el 16 de marzo, el 29 de abril, el 17 de junio, el 22 de julio, el 16 de setiembre, el 28 de octubre y el 16 de diciembre.

Recuadro 5. Transmisión de la tasa de política monetaria

Uno de los canales de transmisión de la política monetaria es la tasa de interés. Este mecanismo opera por medio de la TPM que es uno de los instrumentos de política del Banco Central. Movimientos en la TPM se transmiten a las tasas de interés activas y pasivas de mediano y largo plazo de los intermediarios financieros, que finalmente afectarán los planes de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos. De esta forma, las acciones del Banco Central afectan la evolución de la demanda agregada y en última instancia, la inflación.

El conocimiento sobre la magnitud y velocidad con que responden las distintas tasas de interés del mercado ante ajustes en la TPM, es relevante para el diseño y toma de decisiones de política, en especial para un país que sigue un esquema de metas de inflación. Por esta razón, el BCCR ha dedicado esfuerzos de investigación para mejorar el conocimiento de este fenómeno. Los estudios desarrollados hasta la fecha utilizan indicadores agregados de la industria financiera, tasas promedio, pasivas o activas, y por grupos de entidades.

Con el objetivo de analizar este fenómeno con mayor y mejor información, se recurre a datos recolectados por el ente supervisor de entidades financieras en Costa Rica (SUGEF). La información contempla el universo de nuevos créditos (desde enero de 2008) y nuevos depósitos (desde setiembre de 2012) en colones. Se considera información de bancos estatales y bancos privados, y se excluyen operaciones no relacionadas con hogares o empresas no financieras.

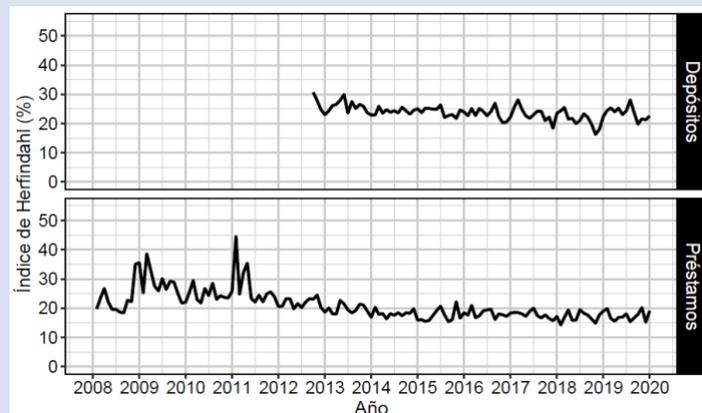
Un factor que, según la teoría y evidencia económicas puede incidir en la transmisión de la política monetaria es el grado de concentración de la industria de intermediación financiera. Una mayor concentración sugiere un mayor poder de mercado, y ese mayor poder puede resultar en una mayor renuencia a ajustar tasas de interés frente a movimientos en la TPM.

Una primera aproximación a los datos por medio del índice de concentración Herfindahl-Hirschman (Gráfico 5.1) señala que los mercados de préstamos y depósitos en colones son altamente concentrados en Costa Rica: el valor del índice está cerca de 0,29 en ambos casos. Se estima que un valor de HHI superior a 0,25 indica un mercado altamente concentrado, mientras un valor entre 0,15 y 0,25 es moderadamente concentrado¹.

Esta característica sugiere que un modelo que intente explicar la transmisión de la TPM a las tasas sobre préstamos y depósitos en Costa Rica debería ajustar por el grado de concentración. En un modelo de optimización bancaria con competencia perfecta tipo Cournot, el coeficiente de traspaso de la TPM a las tasas de interés de mercado debería ser igual a la unidad. Las diferencias con el traspaso unitario podrían ser explicadas por el grado de concentración.

¹ Estos valores son identificados por el Departamento de Justicia de Estados Unidos, ente encargado de supervisar la concentraciones de mercado en ese país, utiliza el Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) para delimitar la concentración de mercado.(U.S. Department of Justice & FTC, [Horizontal Merger Guidelines § 5.3](#) (2010))

Gráfico 5.1: Índice de Herfindahl-Hirschman sobre nuevas cantidades en colones



Fuente: Elaboración propia.

Notas: El IHH es la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de cada banco.

Para estimar la magnitud y velocidad del traspaso en Costa Rica, se utilizó una generalización de este modelo de competencia tipo Cournot con costes de ajuste cuadráticos. Su solución permite que las tasas de interés sean representadas por la siguiente forma reducida:

$$r_t^z = \psi_0^z + \psi_1^z r_{t-1}^z + \psi_2^z r_{t-1}^s + \psi_3^z r_t^s + \psi_4^z E_{t-1} r_{t+1}^s \quad (1)$$

donde r^z , con $z \in \{d, l\}$ representa las tasas de depósitos y préstamos respectivamente, mientras r^s es la tasa de referencia, en este caso la TPM. Las dinámicas de corto plazo son estimadas con un modelo de corrección de errores. El modelo se aumenta por la tasa de referencia esperada al siguiente mes.

Magnitud del traspaso hacia tasas de depósitos y préstamos:

Tasa de depósitos en colones: ante un cambio de 100 p.b. en la TPM, las tasas de depósitos de los bancos se ajustan en 61 p.b.; esta transmisión es mayor para depósitos a corto plazo (0,77 p.b.) que para aquellos de mayor plazo (0,56). Las tasas de depósitos de los bancos privados a menos de un mes no reaccionan ante cambios en la TPM. Esto podría atribuirse al comúnmente denominado “peaje bancario”, que consiste en el traslado que por ley deben hacer los bancos privados de un porcentaje de sus captaciones menores a 30 días al Sistema de Banca de Desarrollo.

Tasa de préstamos en colones: se identificó una transmisión completa de los ajustes de la TPM hacia las tasas de préstamos en moneda nacional de los bancos privados (coeficiente de traspaso igual a 1). En la banca estatal la transmisión es 0,70. Para préstamos de más de 20 años, la transmisión es menor (0,40 privados y 0,56 estatales).

Velocidad del traspaso hacia las tasas de depósitos y préstamos²

Tasas de depósitos en colones: en general el traspaso se completa transcurridos 3 meses. No se encontró diferencia en la velocidad del ajuste de las tasas de captación de los bancos en función del plazo de los depósitos.

² Se encontró que la correlación entre las tasas de interés en moneda extranjera y la TPM es baja.

Tasas de préstamos en colones: las tasas activas de los bancos privados se ajustan en 3 meses, en tanto las tasas activas de los bancos estatales reaccionan más despacio (8 meses en general y 17 meses en operaciones a más de 20 años).

Otras características del traspaso

Los resultados señalan la asimetría del traspaso tanto hacia las tasas de los depósitos como de los préstamos. Por ejemplo, las tasas bancarias responden con diferente intensidad y velocidad ante incrementos o reducciones de la TPM.

Los bancos privados ajustan más rápido sus tasas de depósitos y de préstamos ante aumentos en la TPM que ante reducciones. Este resultado no se presentó en los bancos del estado. Además, los bancos estatales tienen una fuerte presencia en los mercados de depósitos y préstamos en colones, mientras que los bancos privados la tienen en los mercados en dólares. Sin embargo, en las estimaciones se obtuvo como resultado un traspaso mayor y más rápido en los créditos en dólares de parte de los bancos estatales y en los de colones en los bancos privados. Es decir, el traspaso es mayor y más rápido para los bancos en aquellos segmentos del mercado donde poseen menor poder de mercado.

Los resultados que aquí se comentan evidencian una mejora en el traspaso de la tasa de política en los años recientes con respecto a lo documentado por Barquero y Mora (2015), que encontraron que el efecto traspaso tardaba entre 8 y 12 meses, en contraste con el lapso de 3 a 8 meses identificado en este estudio. No obstante, la magnitud del traspaso es similar.

Algunas acciones de política orientadas a incrementar la flexibilidad cambiaria, reducir la dolarización financiera, y el uso explícito de una tasa de política como instrumento para controlar la inflación, son algunos de los elementos que se considera pueden haber contribuido a esta mejora en la transmisión monetaria.

Referencias:

Barquero Romero, J. P. & Mora-Guerrero, D. R. (2015), 'El efecto traspaso de la tasa de interés de los instrumentos del Banco Central en Costa Rica hacia las tasas de interés del sistema financiero', *Revista de Ciencias Económicas*, pp. 37–61.

Basado en: Barquero y Mendoza (2021). Documento en proceso.

- d) Garantizó la oportuna provisión de liquidez al sistema financiero nacional. En términos agregados, el sistema financiero ha dispuesto de una amplia liquidez, pero algunos agentes y segmentos del sistema evidenciaron episodios aislados de tensión de liquidez. Por ello, la Junta Directiva del Banco Central estimó prudente anticiparse a un empeoramiento en las condiciones de liquidez, que pudiera generar ajustes sistémicos abruptos en los precios y rendimientos de los activos financieros, afectar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y amenazar la estabilidad del sistema financiero. Con este objetivo:
- Autorizó a la Administración a participar en el MIL en dólares y a efectuar recompras en los sistemas provistos por la Bolsa Nacional de Valores para tal fin³⁷.
 - Autorizó a la Administración a comprar, en el mercado secundario de valores, títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda hasta por ¢250.000 millones para atender situaciones de tensión sistémica de liquidez, definidas como tal según los parámetros técnicos establecidos por la Junta Directiva.
 - Modificó las disposiciones relativas al control del encaje, de tal forma que a partir del 1 de abril de 2020 el piso diario del encaje que las entidades financieras deben mantener se redujo del 97,5% del encaje requerido a 90%.
 - Aprobó la facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo para los intermediarios financieros regulados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (Recuadro 7).
- e) Adicionalmente, el Banco Central, el Conassif y la Sugef coordinaron la adopción de medidas prudenciales³⁸ para mejorar las condiciones crediticias y facilitar los arreglos de pago (prórrogas, readecuaciones, entre otros). Esto redujo el efecto de la crisis sobre el ingreso de hogares y empresas y, por ende, sobre la morosidad. Complementariamente se aprobaron medidas, algunas de ellas aplicadas de manera gradual, para flexibilizar algunos controles internos por parte del acreedor y mejorar las condiciones de acceso al crédito, sin poner en riesgo la solidez y la estabilidad del sistema financiero.

³⁷ Las recompras deberán ser garantizadas con instrumentos estandarizados de oferta pública emitidos por el Ministerio de Hacienda o por el BCCR. Estas operaciones (recompras y MIL en dólares) han de responder a movimientos abruptos en esos mercados que, a juicio de la Comisión de Ejecución de la Política Financiera, puedan causar una alta volatilidad en variables como tasas de interés y tipo de cambio, y con ello interrumpir el normal funcionamiento del sistema financiero nacional.

³⁸ El Conassif y la Sugef tomaron, entre otras, las siguientes medidas:

- i) La posibilidad de renegociar, hasta dos veces, las condiciones pactadas de los créditos, sin afectar la calificación de riesgo del deudor. La disposición fue extensiva a operaciones de más de ¢100 millones y realizadas con fondos del Sistema de Banca de Desarrollo.
- ii) Permitir al Superintendente de la Sugef para que, con base en el análisis de riesgos, modifique los parámetros que determinan los niveles de normalidad (o irregularidad) para los indicadores de liquidez.
- iii) Ajustar la normativa de Sugef para que las entidades financieras solventes que enfrenten problemas transitorios de liquidez puedan solicitar al BCCR créditos de última instancia.
- iv) Habilitar al Superintendente para que, hasta el 31 de diciembre de 2021, con base en elementos de riesgo o salvaguarda de la estabilidad del sistema, modifique los parámetros para definir la condición de normalidad y grado de irregularidad.
- v) Solicitar a las entidades supervisadas un plan de gestión de la cartera crediticia y la definición de estrategias para gestionar la cartera deteriorada.

El volumen total de las operaciones de crédito que, a noviembre de 2020, habían sido sujetas de algún tipo de arreglo de pago, asciende a ₡10,8 billones, equivalente a 47% del saldo de la cartera total de crédito de las entidades supervisadas por la SUGEF.

En resumen, a pesar de las difíciles circunstancias que prevalecieron durante 2020, la sólida posición de liquidez y suficiencia patrimonial del sistema financiero previas a la crisis sanitaria, aunado a la prudente y oportuna posición conjunta de política por parte del BCCR y del Conassif, han contribuido a que el sistema financiero costarricense haya tenido un funcionamiento sin tensiones durante la actual crisis económica.

Recuadro 6. La facilidad especial de crédito del Banco Central

En el artículo 5 del acta de la sesión 5955-2020 del 2 de setiembre de 2020, la Junta Directiva acordó poner a disposición de los intermediarios financieros regulados por la Sugef una facilidad de crédito de mediano plazo en moneda nacional, de naturaleza especial y temporal, por hasta ₡700 mil millones (equivalente al 2% del flujo de producción nominal estimado para el 2020). Ese monto fue ampliado a ₡842.887 millones, mediante artículo 9 del acta de la sesión 5979-2021 del 14 de enero de 2021.

El objetivo de este instrumento es proveer financiamiento de bajo costo, sujeto a que los intermediarios financieros trasladen esos recursos, en condiciones también favorables, a los hogares y empresas afectados por la pandemia de COVID-19. Con ello se busca mitigar el impacto económico que esta crisis ha tenido sobre el consumo, la producción y el empleo y, de esta forma, facilitar la recuperación de empresas solventes en el mediano plazo.

El crédito contribuirá, además, a preservar la estabilidad del sistema financiero costarricense, toda vez que la contracción económica impactó negativamente la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero. Si bien con la información disponible a la fecha en que la Junta Directiva tomó esta decisión, los indicadores de suficiencia patrimonial y de liquidez de los intermediarios financieros no mostraban un deterioro en relación con la situación previa a la pandemia, la Junta Directiva consideró que, como consecuencia de la pandemia, podrían eventualmente surgir presiones en la liquidez de estos entes y en su capacidad o disposición para otorgar créditos o arreglos de pago¹.

En este contexto la Junta Directiva estimó necesaria la provisión de recursos frescos de bajo costo y de mediano plazo para que los intermediarios financieros pudieran canalizarlos al sector privado y aliviar así el flujo de caja de estos agentes y permitirles hacer frente a las necesidades de capital de trabajo e inversión. Las principales características son:

- Su tasa de interés es fija y corresponde a un valor equivalente a la TPM vigente al momento de la formalización del crédito más 5 p.b. (al 27 de enero de 2021 la TPM se ubicó en 0,75%, por lo que la tasa de interés a esa fecha es de 0,80%).
- La facilidad está disponible hasta el 30 de abril de 2021, a plazos de 2 a 4 años.
- Los recursos deben ser canalizados a deudores afectados negativamente por esta pandemia, sea bajo la figura de créditos nuevos en moneda nacional o arreglos de pago para créditos existentes en moneda nacional y extranjera. La determinación del beneficiario es responsabilidad del intermediario financiero.
- Su desembolso requiere de la aprobación del plan de uso de recursos por parte del Banco Central, para lo cual tomará en consideración, entre otros, la mejora en las condiciones financieras de las operaciones ofrecidas al sector privado (plazo, tasa de interés y cuota).
- La garantía está constituida por los colaterales disponibles y elegibles para operaciones en el Mercado Integrado de Liquidez, en colones o dólares, y deberá mantenerse durante el plazo del crédito.
- La distribución del monto disponible se hará en función de la participación relativa del intermediario en el saldo de crédito al sector privado.

^{1/} Los arreglos de pago realizados entre marzo y junio de 2020 alcanzaron 41% del saldo de crédito al sector privado y 35% de las operaciones vigentes.

Esta facilidad fue solicitada por 22 entidades financieras que se comprometieron a reducir las tasas de interés (entre 230 y 2.232 p.b.) y ampliar el plazo original de las operaciones por un máximo de 15 años. En conjunto, esos beneficios conllevarán una reducción en la cuota de los créditos de hasta un 58%.

De los planes de uso aprobados se desprende que el 80% se destinará a arreglos de pago, entre otros, para créditos de trabajadores independientes, asalariados, así como pequeñas y medianas empresas; 14,6% se destinará a nuevos créditos bajo condiciones favorables, y el remanente a la colonización de operaciones crediticias en dólares concedidas a agentes cuya principal fuente de ingresos es en colones.

Sobre esta medida de política es necesario tener presente que:

- En un contexto de baja inflación, actual y proyectada, la liquidez adicional asociada a este instrumento podrá ser absorbida por la economía, sin que comprometa el cumplimiento de la meta de inflación del Banco Central.
- Al igual que otras naciones (EUA, Inglaterra, Chile y Perú, por ejemplo) que aplicaron medidas de esta naturaleza, el BCCR busca con esta facilidad responder a una necesidad inmediata de liquidez de los agentes económicos, mejorar las condiciones crediticias que enfrentan y brindar confianza a los mercados y a la economía en general, para fomentar el proceso de recuperación.
- Su sustento jurídico está dispuesto en los artículos 2, 3 y 59 de la Ley 7558, relativos a la naturaleza técnica del Banco Central, sus objetivos subsidiarios y las funciones esenciales asignadas por la sociedad.
- La Junta Directiva estimó que esta medida de política cumple el principio constitucional de razonabilidad, en el tanto: a) es necesaria, dado el fuerte impacto que esta crisis sanitaria generó sobre la producción y el empleo, con un efecto directo y negativo sobre la capacidad de pago de los deudores; b) idónea, pues es un instrumento que permitirá mitigar las mayores contingencias de liquidez y la incertidumbre generada por la pandemia y; c) proporcionada, en el tanto el monto fue calibrado para cumplir su objetivo de dirigir recursos de mediano plazo y bajo costo al apoyo de la recuperación de las empresas y el empleo y a preservar la estabilidad del sistema financiero, sin comprometer el objetivo de inflación y con medidas para mitigar el riesgo de crédito del Banco Central.

Condiciones financieras

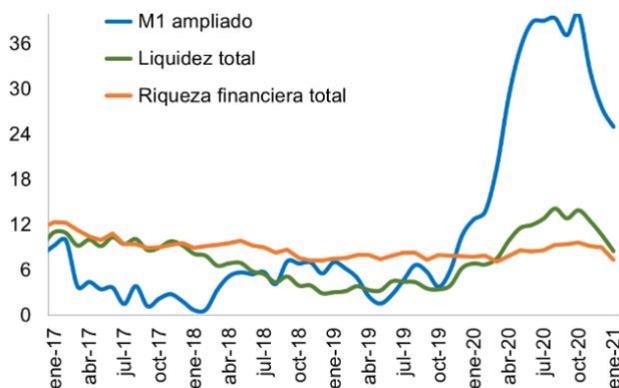
De las condiciones financieras que privaron en 2020 destaca lo siguiente:

1. El ahorro financiero, medido en términos de la liquidez y de la riqueza financiera³⁹ registró variaciones superiores a las mostradas por el producto nominal. Particularmente, la liquidez total (Gráfico 21) presentó una clara concentración en instrumentos altamente líquidos (medio circulante amplio⁴⁰, por ejemplo). Este comportamiento se estima está asociado con la incertidumbre causada por la actual crisis sanitaria, que provocó una mayor demanda por liquidez por motivos precautorios. Se estima que en esa preferencia influyeron, además, las bajas tasas de interés, que redujeron el costo de oportunidad de mantener activos altamente líquidos. Sin embargo, dada la holgura en la capacidad de producción, una demanda moderada por crédito y otras presiones desinflacionarias, el aumento en la liquidez no constituye un riesgo para el cumplimiento de la meta de inflación.

Si bien la reducción comentada en las tasas de interés, particularmente en colones, disminuyó el premio por ahorrar en moneda nacional, este continúa en terreno positivo (Gráfico 22). Ello ha mitigado la leve dolarización del ahorro financiero que se ha observado en meses recientes, posiblemente como consecuencia de la incertidumbre fiscal⁴¹ (Gráfico 23).

Gráfico 21. Agregados monetarios

Variación interanual en porcentaje



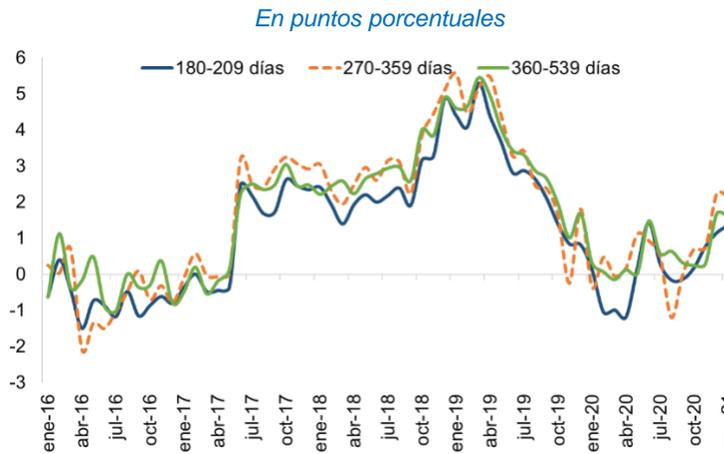
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁹ Además de la tenencia de instrumentos emitidos por los intermediarios financieros, la riqueza financiera comprende los colocados por el BCCR y el Gobierno Central.

⁴⁰ El M1 amplio incluye numerario en poder del público e instrumentos financieros altamente líquidos en moneda nacional y extranjera (depósitos en cuenta corriente, ahorro a la vista, cheques de gerencia, cheques certificados y depósitos de plazo vencido).

⁴¹ Sí se aprecia un incremento relativo en la tenencia de instrumentos en moneda extranjera en la liquidez total, mas no en la riqueza financiera. Ello pone de manifiesto la escasa participación del Ministerio de Hacienda en la colocación de títulos denominados en dólares en 2020, por lo que los vencimientos que enfrentó ese año probablemente hayan sido canalizados hacia el sistema financiero.

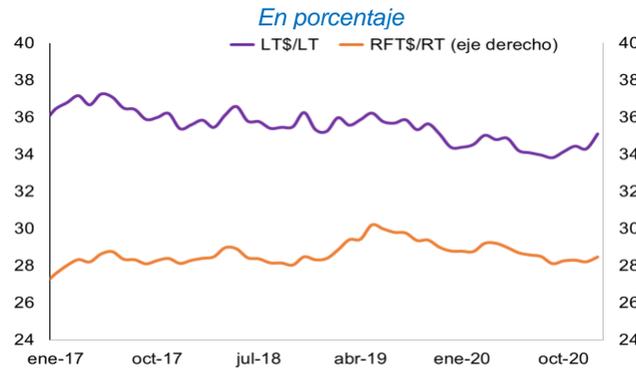
Gráfico 22. Premio por ahorrar en moneda nacional^{1/}



^{1/} Toma como referencia las tasas de interés negociadas por los intermediarios financieros y la expectativa de variación cambiaria estimada a partir de las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional del Ministerio de Hacienda y del BCCR, realizadas en los mercados primarios y secundarios locales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 23. Participación de la moneda extranjera en el ahorro y el crédito



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

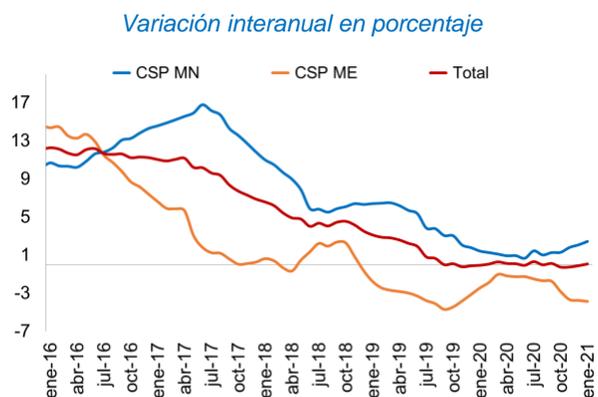
2. A pesar de que los intermediarios financieros en 2020 contaron con recursos suficientes provenientes de la captación y que las tasas de interés activas disminuyeron, el crédito al sector privado continuó estancado.

En diciembre de 2020 el crédito mostró una caída anual de 0,1% (igual al año previo) y los agentes económicos mantuvieron su preferencia por los préstamos en colones, que aumentaron 2,1%, mientras que los denominados en dólares decrecieron 3,7% (Gráfico 24)⁴².

⁴² La participación relativa del crédito en moneda extranjera en la cartera total pasó de 37,3% en 2019 a 35,9% en el 2020, lo que dio continuidad al proceso de desdolarización del crédito. Una mayor internalización del riesgo cambiario contribuyó en este comportamiento.

El estancamiento del crédito es consecuente con la contracción económica, el alto desempleo y perspectivas de empresarios y consumidores en terreno pesimista (ante el alto nivel de incertidumbre por los efectos de la pandemia y por la situación fiscal), que habrían incidido en una menor demanda de crédito. Además, por el lado de la oferta, es posible que los intermediarios financieros hayan mostrado mayor cautela, dado el incremento en el riesgo crediticio y la mayor concentración del ahorro financiero en instrumentos altamente líquidos, que amplía la falta de correspondencia en el plazo de sus operaciones.

Gráfico 24. Crédito al sector privado otorgado por las OSD por tipo de moneda^{1/}



^{1/} Moneda extranjera (ME) sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En este contexto, los intermediarios financieros han canalizado los recursos provenientes de la captación (su principal fuente de fondos en 2020), principalmente al incremento de activos externos netos (constitución de activos y cancelación de pasivos) y a la adquisición de títulos de deuda pública.

- La evolución del mercado cambiario en 2020 estuvo influida por dos factores: el primero vinculado a los efectos de la pandemia por el coronavirus, exacerbados por factores estacionales, y el segundo a la incertidumbre asociada a las tensiones fiscales, que cobraron intensidad a partir de setiembre.

Así, si bien esas medidas sanitarias iniciaron en la segunda quincena de marzo, su impacto en el mercado cambiario se empezó a manifestar hacia finales del primer cuatrimestre. En este lapso el superávit de divisas que generó el sector privado (operaciones del público con los intermediarios cambiarios) fue mayor al de años previos y permitió atender los requerimientos del sector público no bancario. En este contexto el colón se apreció (Cuadro 1).

A partir del segundo cuatrimestre se registraron presiones moderadas al alza en el tipo de cambio, pues el comportamiento estacional del mercado (menor abundancia de divisas) fue reforzado por la paralización de actividades productivas que generan divisas (como el turismo), y por la incertidumbre entre los agentes económicos sobre la duración de la pandemia y sobre los efectos que las medidas sanitarias tendrían en el

aparato productivo. En el tercer cuatrimestre, aun cuando la economía se encontraba ya en un proceso gradual de apertura y recuperación, se dieron tensiones en el mercado cambiario como consecuencia de las protestas de algunos segmentos de la población contra una eventual negociación con el FMI y la incertidumbre sobre la viabilidad de posibles medidas de ajuste fiscal.

Cuadro 1. Indicadores del mercado cambiario

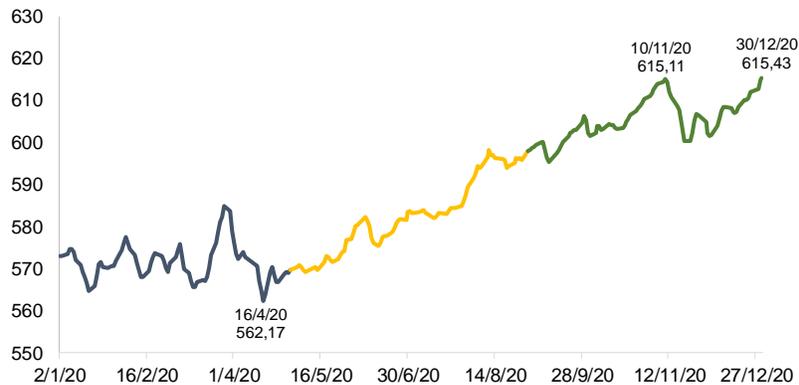
	2019	Cuatrimestres (2020)			2020
		I	II	III	
Neto de operaciones sector privado ("ventanillas")	2.171,4	988,5	319,4	196,5	1.504,4
Ventas al SPNB	2.519,1	725,1	752,5	767,9	2.245,5
Compras en Monex por SPNB	2.416,1	796,0	310,8	259,6	1.366,4
Ventas por estabilización	75,9	6,8	10,6	279,6	297,0
Cambio en PME	363,9	-156,4	64,3	52,6	-39,5
Tipo de cambio al final de periodo (¢/USD)	573,2	569,7	597,9	615,4	615,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica

En resumen, en 2020 el mercado privado de cambios continuó superavitario, pero en una cuantía menor a la observada previamente (un promedio diario de *USD* 6 millones contra *USD* 8,7 un año atrás). Ello demandó una mayor participación del Banco Central en el mercado cambiario, con operaciones de venta por estabilización (*USD* 279,6 millones, concentradas en el bimestre octubre-noviembre) y una brecha entre las divisas provistas al Sector Público no Bancario y las restituidas en el mercado. Al término del año la variación cambiaria fue de 7,4% (Gráfico 25).

Gráfico 25. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex

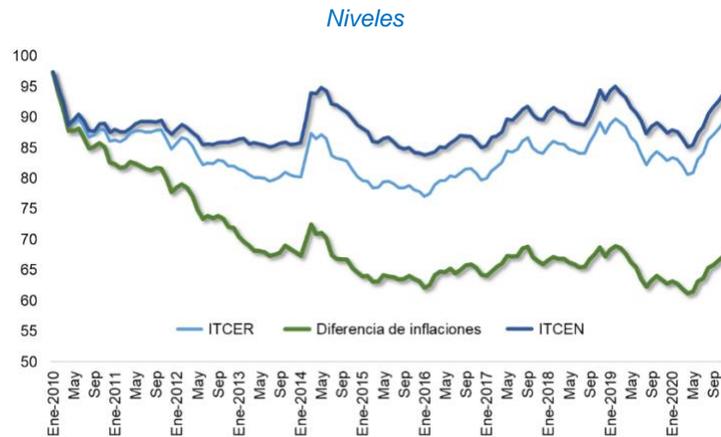
Colones por dólar



Fuente: Banco Central de Costa Rica

A noviembre de 2020, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral con Ponderadores Móviles (ITCER) se depreció 7,63% con respecto a diciembre de 2019 debido principalmente a la pérdida de valor de la moneda nacional respecto al dólar de Estados Unidos (Gráfico 26).

Gráfico 26. Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER) y sus componentes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- Finalmente, como era previsible, el sistema financiero costarricense enfrentó eventos asociados, principalmente, a los efectos de las medidas de contención sanitaria y al problema fiscal.

Los indicadores de rentabilidad y mora pusieron de manifiesto los efectos de la pandemia: i) el indicador de rentabilidad sobre patrimonio de los intermediarios financieros pasó de 6,8% en 2019 a 4,6%⁴³ y ii) la mora mayor a 90 días aumentó de 2,3% a 2,5%⁴⁴.

Si bien al inicio de la pandemia, algunos mercados e indicadores mostraron indicios de tensión, esos indicios fueron mitigados por las medidas del Banco Central y de los órganos de supervisión para facilitar una provisión de liquidez rápida y oportuna.

Los Indicadores de Solidez Financiera que publica el FMI mostraron a setiembre último que el sistema financiero costarricense dispone del blindaje suficiente para enfrentar futuros choques: el grado de liquidez es alto y la capitalización adecuada⁴⁵. Esta conclusión se complementa con las pruebas de tensión realizadas a lo largo de 2020 por el Banco Central, cuyos resultados indican que aunque la exposición de algunas entidades financieras a ciertos riesgos es mayor, el sistema financiero podría hacer frente a los choques considerados en estos ejercicios.

⁴³ Según cifras publicadas en la página web de Sugef [Indicadores financieros](#). Estas cifras están sujetas a la revisión por parte de las entidades financieras.

⁴⁴ Idem. Las medidas temporales adoptadas por el Conassif para facilitar los arreglos de pago sin afectar la calificación de los deudores y liberar las provisiones contracíclicas, permitieron mitigar el impacto de la pandemia. Aproximadamente el 50% de la cartera crediticia fue objeto de arreglo de pago.

⁴⁵ Cifras disponibles en el sitio web del FMI [Base de datos del Indicador de solidez financiera](#)

2 Perspectivas macroeconómicas 2021-2022

2.1 Economía internacional

Para el bienio 2021-2022, los organismos financieros internacionales prevén una recuperación de la economía global, condicionada por la evolución de la pandemia, la eficiencia en los procesos de distribución y aplicación de las vacunas contra el COVID-19, la efectividad de esas vacunas, y la continuidad de políticas de apoyo al crecimiento, en particular en las economías avanzadas.

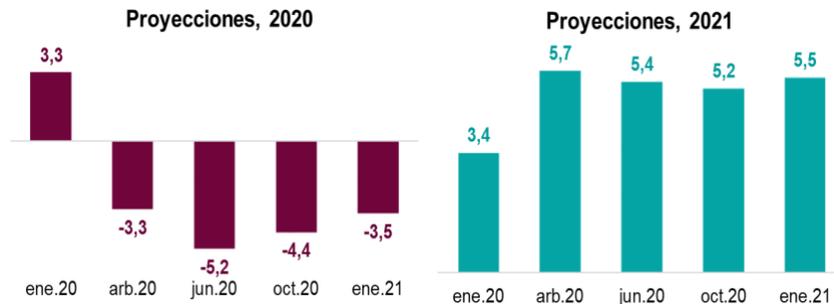
Las implicaciones del entorno externo para la economía local se transmitirían por varias vías: la demanda externa, los términos de intercambio, la inflación importada y acceso a los mercados financieros internacionales, todos ellos (salvo los términos de intercambio) con un comportamiento previsto favorable para la economía nacional.

Los efectos económicos de la pandemia del COVID-19 y el vigor del proceso de recuperación en este bienio son difíciles de predecir, pues dependen de factores como la evolución de las medidas sanitarias y el éxito de las vacunas, o de la capacidad del tejido empresarial para soportar la caída de ingresos e implementar el ajuste de sus modos de producción a las nuevas condiciones. Esto genera una mayor incertidumbre alrededor de los pronósticos económicos. A manera de referencia, los organismos financieros internacionales debieron ajustar continua y significativamente sus proyecciones durante el 2020. Recientemente, se revisaron al alza las estimaciones de crecimiento, en especial para Estados Unidos, cuya economía ha dado muestras de flexibilidad para superar la actual crisis (Gráfico 27).

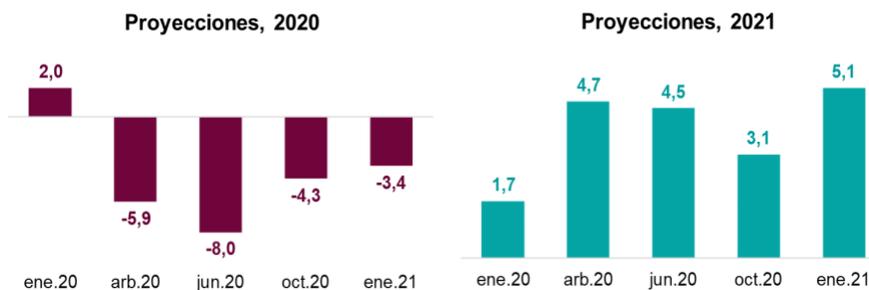
Gráfico 27. Revisiones del crecimiento económico para 2020 y 2021

Variación interanual en porcentajes

A. Mundo



B. Estados Unidos



Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en las proyecciones del Fondo Monetario Internacional.

En el informe “Perspectivas de la economía mundial”, publicado por el Fondo Monetario Internacional el pasado 26 de enero, ese organismo estimó un crecimiento económico global de 5,5% en 2021 y 4,2% en 2022 (Gráficos 27 y 28). Ello implica para 2021 un ajuste al alza de 0,3 p.p. con respecto a las proyecciones de octubre de 2020, mientras que la proyección para 2022 se mantuvo. Ese ajuste fue explicado en parte por el proceso de vacunación⁴⁶ y el apoyo adicional de las políticas macroeconómicas, especialmente las fiscales, en las economías avanzadas.

La reactivación se produciría luego de una contracción en el 2020 de 3,5%, un resultado 0,9 p.p. mejor de lo proyectado en la edición de octubre anterior, lo que refleja un impulso más fuerte de lo esperado en la segunda mitad de 2020.

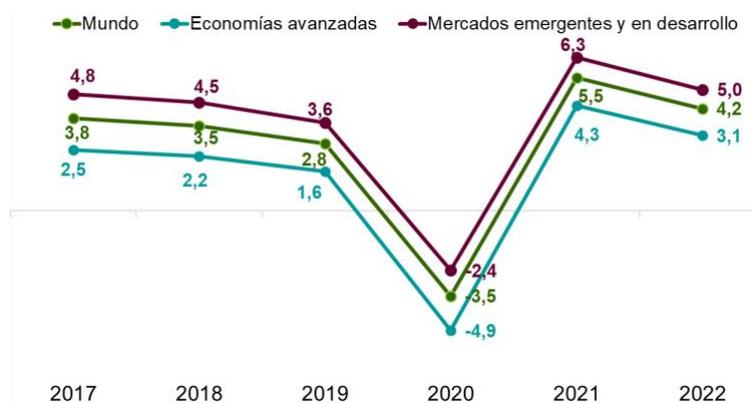
Según estas estimaciones, las economías avanzadas crecerían 4,3% en 2021 y 3,1% en 2022, por debajo de las economías emergentes y en desarrollo, cuyas tasas las estiman en 6,3% y 5,0%, en el orden respectivo (Gráfico 28).

Además, el FMI destacó que la reactivación económica será muy disímil entre países, dependiendo del acceso a los sistemas de salud, la eficacia de las políticas y las características estructurales de cada país al inicio de la crisis.

⁴⁶ El escenario base del FMI supone una amplia disponibilidad de vacunas en las economías avanzadas y algunas economías emergentes y en desarrollo para mediados de 2021 y en la mayoría de los países para la segunda mitad de 2022.

Gráfico 28. Crecimiento económico

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Fondo Monetario Internacional (enero de 2021).

En particular, el FMI prevé que las medidas anunciadas a finales de 2020, especialmente en Estados Unidos y Japón, brinden mayor apoyo a la economía mundial en este bienio. Es decir, el punto de partida es más robusto que lo supuesto en el pronóstico anterior.

El FMI espera un impulso para el segundo trimestre de 2021, a medida que mejore el acceso a vacunas y tratamientos contra el virus, lo que fortalecería las actividades que requieren de un mayor contacto físico.

Coherente con la recuperación de la actividad mundial, el FMI contempla un aumento en los volúmenes de comercio mundial (alrededor del 8% en 2021 y 6% un año después), con mayor dinamismo en el comercio de mercancías en relación con el de servicios.

Coherente con la existencia de holguras en la capacidad de producción, el FMI espera que la inflación continúe moderada en este lapso. Para las economías avanzadas, contempla inflaciones en torno a 1,5%, por debajo del objetivo de precios de los bancos centrales y, en los mercados emergentes y en desarrollo prevé que la inflación se ubicaría alrededor del 4,0%.

El FMI estima que el considerable apoyo fiscal anunciado para 2021 por países como Estados Unidos y Japón, ayudará a impulsar la producción en las economías avanzadas, con efectos favorables para los socios comerciales. Además, considera que los principales bancos centrales mantendrían las tasas de interés de referencia hasta de 2022. Como resultado de ello, las condiciones financieras continuarían favorables para las economías emergentes y en desarrollo.

No obstante, las proyecciones resultantes del escenario base están sujetas a los siguientes riesgos :

- **Al alza:** un avance favorable en la fabricación de vacunas, en su distribución y en la efectividad de los tratamientos, podría llevar a un control de la pandemia antes de lo previsto, y mejoraría los niveles de confianza de empresas y hogares. Ello impulsaría el consumo, la inversión y el empleo y el crecimiento global más allá de lo contemplado en este escenario. De igual forma, un apoyo adicional de la política fiscal al contemplado en el escenario base tendría un efecto igualmente favorable para la actividad mundial.
- **A la baja:** un incremento en la tasa de contagio del virus (o nuevas variantes), así como un proceso de vacunación a un ritmo menor al previsto, llevaría a un endurecimiento de las medidas de restricción y distanciamiento, con efectos adversos sobre el crecimiento económico y la confianza de los agentes económicos. De igual forma, un retiro de las medidas de apoyo económico antes de que la recuperación económica sea sólida, tendría efectos negativos sobre los tejidos de producción).

2.2 Entorno externo para la economía costarricense

El efecto de la actual coyuntura internacional se transmite a la economía nacional por varias vías: el crecimiento económico de los socios comerciales, la inflación mundial, los términos de intercambio y las condiciones financieras.

Para el conjunto de los principales socios comerciales de Costa Rica, y con base en las proyecciones del FMI, se prevé una recuperación de 4,4% en 2021, 0.2 p.p. por encima de la contemplada por ese organismo en octubre pasado, e incorporadas en las proyecciones del Informe de Política Monetaria del BCCR de ese mismo mes. Asimismo, se espera un crecimiento de 3,0% en 2022.

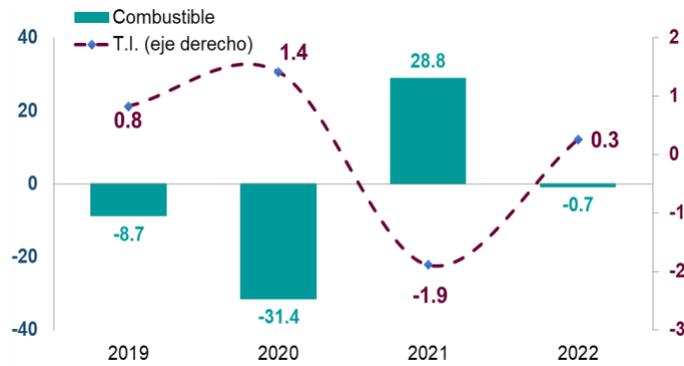
En particular, el FMI prevé que en el 2021 Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, registrará este año un crecimiento de 5,1% (frente a una proyección de 3,1%, en octubre último, y una caída estimada de 3,4% en 2020), por lo que supone que esta economía superaría en 2021 los niveles previos a la pandemia.

Por otra parte, se espera un aumento de 28,8% en el precio del cóctel de hidrocarburos en 2021, en respuesta al incremento en la demanda global de petróleo, consecuente con la recuperación de la economía global. Aun cuando está previsto un aumento en el precio de nuestros principales productos de exportación, el efecto del aumento en el precio de hidrocarburos llevaría a un deterioro en los términos internacionales de intercambio (de 1,9% en 2021). Para el 2022 se espera una ganancia en los términos de intercambio (0,3%), explicada principalmente por la caída esperada en el precio de hidrocarburos de 0,7% (Gráfico 29).

Gráfico 29. Términos de intercambio y precios de contratos futuros del WTI

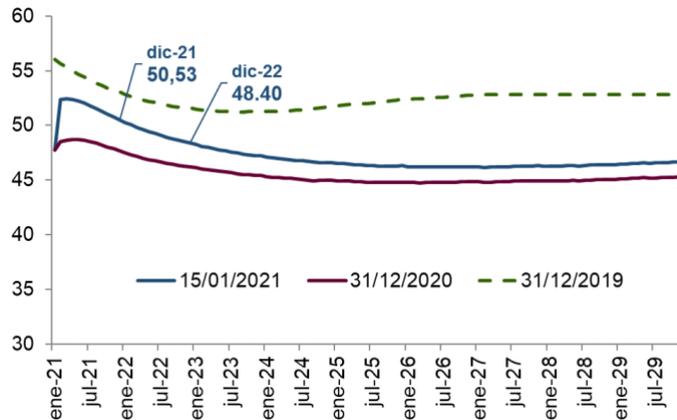
A. Términos de intercambio y precios de combustibles

Variación interanual en porcentajes



B. Precios de contratos de futuros del WTI

USD por barril

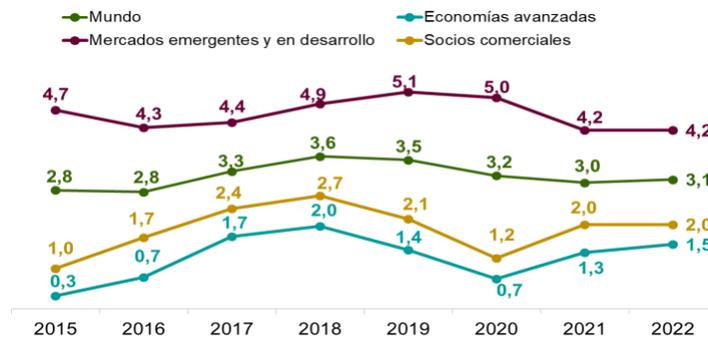


Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg, con información al 15 de enero de 2021.

En línea con la evolución de la inflación mundial, se prevé que la inflación de nuestros socios comerciales se mantenga en torno a 2% en este bienio (Gráfico 30). Aunque las tasas de interés internacionales continuarían bajas, alrededor de 0,3% en promedio para el periodo 2021-2022, la evolución de la prima por riesgo, y consecuentemente, de las tasas que enfrente el país en mercados internacionales, dependerá de la trayectoria esperada de las finanzas públicas y, en particular, de que se apruebe e implemente exitosamente el ajuste fiscal convenido con el FMI.

Gráfico 30. Inflación mundial

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Fondo Monetario Internacional (enero de 2021).

2.3 Economía nacional

2.3.1 Producción e ingreso disponible

Se estima que la economía costarricense crecería en 2,6% en 2021 y 3,6% un año después, congruente con la reactivación económica iniciada en la segunda parte de 2020, así como con la recuperación en las economías de nuestros principales socios comerciales. Estas proyecciones consideran el efecto de la reforma fiscal que el país necesita y convino con el FMI. La trayectoria de la producción nacional continuará condicionada por el entorno internacional, el avance con el proceso de ajuste fiscal y la evolución de la pandemia local e internacionalmente.

Las proyecciones de crecimiento para 2021 y 2022 estarían sustentadas en la recuperación de la economía externa, en condiciones expansivas del crédito local, que permitirán financiar proyectos nuevos y reanudar los proyectos de inversión detenidos o postergados, así como en la recuperación de la confianza de los agentes económicos.

Las proyecciones suponen que las restricciones a la movilidad de personas y bienes y a la apertura de establecimientos por la pandemia van a continuar siendo gradualmente levantadas en Costa Rica, como en el resto del mundo, y que la campaña de vacunación en el 2021 permitirá no solo reducir paulatinamente la tasa de contagio sino, sobre todo, la de letalidad por COVID-19. Eso, a su vez, incidiría en una mayor confianza y optimismo por parte de consumidores e inversionistas.

Además, las proyecciones incorporan el ajuste fiscal propuesto por el Gobierno de Costa Rica como parte del acuerdo alcanzado a nivel del equipo técnico con el FMI, en enero de 2021, hacia una Facilidad de Servicio Ampliada por tres años y por un monto de USD 1.750 millones. Por lo tanto, la trayectoria del PIB y sus componentes ya refleja el impacto de la consolidación fiscal que se supone en el escenario base.

Esa consolidación opera por dos canales, que actúan en sentido opuesto: i) el canal keynesiano, que refleja la reducción en la demanda agregada resultante del ajuste, vía menor ingreso disponible para los hogares (menor consumo), menores flujos de caja para las empresas (menor inversión), y menores gastos de consumo e inversión pública; y ii) el canal de expectativas y tasas de interés, que refleja el impacto que una reducción significativa y permanente en el déficit fiscal tendría sobre las tasas de interés (más bajas) y la confianza y las expectativas de consumidores e inversionistas (más optimistas), lo que estimularía el consumo y la inversión privada.

Si en la situación inicial la deuda del Gobierno es muy alta y las finanzas públicas son insostenibles, un ajuste fiscal creíble y que restablezca la sostenibilidad de la deuda podría redundar en un aumento del crecimiento económico en relación con un escenario sin ajuste. Es decir, en ese caso, el canal de expectativas podría prevalecer sobre el canal keynesiano. El Recuadro 8 compara el escenario base, con ajuste fiscal, con un escenario en el que no se realice ese ajuste. El análisis indica que, en la coyuntura actual de la economía costarricense, la ausencia de un ajuste fiscal adicional al ya introducido por la Ley 9635 resultaría en un menor crecimiento económico.

El 2021 seguirá marcado por la pandemia. Aunque el ritmo de recuperación previsto es importante, no es suficiente para alcanzar el nivel de producción previo a la crisis; las proyecciones apuntan a que la economía retornaría a ese nivel hasta en el 2022. Se estima que la actividad económica tomaría fuerza a partir del segundo trimestre del presente año, cuando se complete la inmunización de la población con mayor riesgo y la economía internacional se recupere con mayor vigor, con el consiguiente impacto en el turismo.

Se proyecta que, en el horizonte del programa, la demanda interna se recupere gradualmente, en un escenario de normalización de los choques de oferta y demanda, y de atención de la pandemia mediante vacunas seguras, eficaces y ampliamente disponibles para la población.

Figura 4. Contribución al crecimiento del PIB en volumen, por componentes del gasto



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por componentes del gasto (Figura 4), se estima que la demanda interna se recuperaría, con un crecimiento de 2,4%, en promedio, para el bienio 2021-2022. En ambos años el crecimiento sería impulsado por el aporte del consumo privado y la inversión, que a su vez reflejaría la menor incertidumbre y la mejora en la confianza de los agentes económicos, así como la recuperación de la inversión pública que acumula tres años de caídas consecutivas.

En particular, el aumento en el consumo de los hogares en el 2021 sería respaldado por el impacto positivo que tendría la recuperación económica sobre el ingreso disponible y el empleo. Las proyecciones contemplan crecimientos del ingreso nacional disponible de 1,9% en 2021 y 2,8% en 2022⁴⁷, asociados a la evolución del PIB y la mejora en los términos de intercambio prevista para 2022, y apenas parcialmente mitigados por las medidas tributarias que serían implementadas como parte del ajuste fiscal, y que impactarían el ingreso personal disponible. El consumo privado también sería apoyado por la mejora en la confianza de los consumidores, fundada en las mejores perspectivas económicas y fiscales y en el avance gradual previsto en el control de la pandemia y la campaña de vacunación. Además, la reapertura de la economía permitiría que las familias tengan un mayor acceso a bienes y servicios que durante el 2020 estuvieron restringidos. Para el 2022, el consumo seguiría en recuperación, en un contexto de condiciones más favorables del mercado laboral y un nivel de actividad similar previo a la crisis.

Por su parte, la recuperación prevista en la inversión privada se sustenta en el supuesto de que los empresarios recobrarán paulatinamente la confianza para invertir. En ello influirían las mejores perspectivas económicas por la recuperación global y doméstica y el mejor panorama fiscal por el acuerdo hacia un ajuste fiscal adicional supuesto en el escenario base. También incidirían las mejores condiciones financieras, por las acciones adoptadas desde el BCCR y por los órganos de supervisión financiera.

Lo anterior tendría un efecto positivo sobre el dinamismo previsto en la actividad de construcción privada así como en la inversión en maquinaria, equipo y otros activos intangibles (Gráfico 31.A)

Se estima que la inversión pública se recuperaría en 2021, debido al avance previsto en la construcción de obra pública, principalmente de proyectos relacionados con obras de mejoramiento vial, y de acueductos y alcantarillados, así como al inicio del proyecto para la modernización y digitalización de los sistemas tecnológicos del Ministerio de Hacienda.

Para el 2022 se proyecta que continúe el impulso en la inversión pública, que además de continuar con los programas contemplados para 2021 en obras viales, de acueductos y alcantarillados y en tecnología, supone el inicio de las obras relacionadas con el Proyecto de abastecimiento de agua para la cuenca media del río Tempisque y comunidades costeras (PAACUME) (Gráfico 31.B).

⁴⁷ El ingreso personal disponible crecería (en volumen) 0,7% en 2021 y 2,5% un año después.

Gráfico 31. Inversión privada y pública

Variación porcentual en volumen



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La desaceleración del gasto de consumo del Gobierno refleja el ajuste fiscal supuesto en el escenario base, y en particular las medidas de contención anunciadas por el Ministerio de Hacienda e incluidas en el Presupuesto Nacional de la República, especialmente la menor contratación de funcionarios, así como la contención de compras en bienes y servicios conforme a lo establecido en la Ley 9635.

Se espera que en el periodo 2021-2022 la demanda externa presente un mayor crecimiento relativo. Así, las exportaciones de bienes aumentarían 5,6% en 2021 y 6,1% un año después, coherente con la evolución esperada en el crecimiento de nuestros socios comerciales. Por otra parte, se prevé que la recuperación de las exportaciones de servicios, en especial hoteles, restaurantes y comercio, sea mucho más gradual.

Congruente con el desempeño previsto para la actividad económica, el consumo y la inversión, el volumen de importaciones subiría 6,9% en el 2021 y 5,6% en el 2022, impulsado por las compras de materias primas, bienes de consumo privado y bienes de capital.

Por actividad económica (Figura 5), se proyecta que en el bienio actual se daría una recuperación generalizada en todas las actividades, pero el crecimiento económico estaría liderado por la manufactura y los servicios empresariales.

La actividad manufacturera crecería por el impulso de la demanda externa de productos elaborados por empresas del régimen especial⁴⁸ y, en menor medida, por la mejora esperada en la demanda interna por la recuperación de la actividad agrícola y de la construcción.

Los servicios empresariales crecerían en promedio 3,1% en este bienio, por el impulso de las actividades de consultoría, administrativas y de apoyo a empresas, así como de los servicios de publicidad, seguridad e investigación.

⁴⁸ Principalmente por los implementos médicos y el inicio de la operación de manufactura de Intel.

Figura 5. Crecimiento por actividad económica, en volumen

Variación porcentual interanual



^{1/} Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, administración pública, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En la actividad de hoteles y restaurantes se espera una recuperación en el bienio con respecto al año anterior. Después de la profunda contracción en el 2020, el fuerte crecimiento de la actividad turística proyectado para 2021 y 2022 representa una rebote apenas parcial: para el horizonte del programa, se proyecta que la cantidad de turistas procedentes del resto del mundo se mantenga significativamente por debajo de los niveles observados en 2019.

Por su parte, la actividad de transporte y almacenamiento crecería en promedio 6,0%, ante el auge en los servicios de mensajería y el efecto que tendría sobre el transporte de personas y mercancías la flexibilización de las medidas de aislamiento físico y la recuperación gradual del turismo receptor y el comercio.

El levantamiento gradual de las medidas sanitarias y su efecto sobre la demanda interna impactarían positivamente la actividad comercial durante los próximos dos años (con una tasa media de 2,8%).

Finalmente, está prevista la recuperación de la actividad agropecuaria, especialmente en piña, por un efecto de mayor precio internacional y mayor demanda externa. Asociado a lo anterior, se prevé un aumento moderado en la producción exportable de banano, así como condiciones climatológicas⁴⁹ que propicien una mejora en la productividad de productos de ciclo corto.

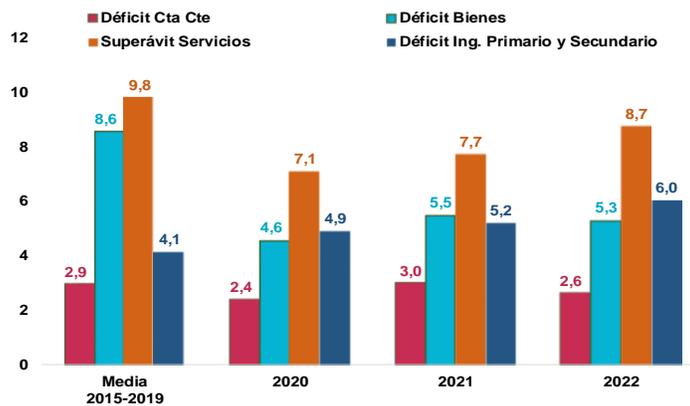
⁴⁹ Según el Pronóstico Climático Estacional – Perspectiva climática noviembre 2020 – enero 2021 del Instituto Meteorológico Nacional, la mayoría de los modelos estiman que el fenómeno de la Niña no será de gran intensidad ni de larga duración en 2021. Su pronóstico apunta a que alcanzará la etapa madura de desarrollo (moderada intensidad) en el primer trimestre del año y retornará a la fase neutral entre abril y mayo.

2.3.2 Balanza de pagos

La evolución de los principales indicadores del sector externo para el bienio 2021-2022 estaría condicionada por la recuperación de la actividad económica local y de los principales socios comerciales, así como un deterioro en los términos de intercambio en 2021 y una pequeña mejora un año después. Adicionalmente, los flujos de ahorro externo previstos para el 2021 permitirían financiar la brecha en cuenta corriente y aumentar la posición de activos de reserva a 13,8% del PIB.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en 3,0% del PIB en 2021 y disminuiría a 2,6% del PIB en 2022 (Gráfico 32). Los flujos de ahorro externo previstos para 2021 permitirían financiar la brecha en cuenta corriente y aumentar la posición de activos de reserva a 13,8% del PIB. Aunque en 2022 habría una menor afluencia de recursos externos con respecto a un año antes, tanto para el sector privado como el público, dichos recursos serían suficientes para cubrir la brecha de cuenta corriente durante este periodo, lo que permitiría que el saldo de activos de reserva se ubique en torno al 14,0% del PIB.

Gráfico 32. Déficit de cuenta corriente por componentes^{1/}
Porcentajes del PIB



^{1/} Proyecciones para 2021-2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Se espera que el déficit comercial de bienes se ubique en 5,5% y 5,3% del PIB en el 2021 y 2022, respectivamente. El incremento en el déficit de bienes estimado para el 2021, respecto al 2020, se explica por un mayor repunte en las importaciones que en las exportaciones. Este comportamiento responde, en lo medular a: i) la recuperación económica en Costa Rica y de los principales socios comerciales, ii) el deterioro en los términos de intercambio, determinado principalmente por el aumento en el precio de los hidrocarburos y, iii) el buen desempeño relativo que mostraron las exportaciones de los regímenes especiales en 2020 (efecto base). Para 2022 se prevé un incremento similar en las ventas y en las compras externas, que en términos absolutos mantendría el desbalance de la cuenta de bienes en un nivel equivalente al del año anterior, pero inferior en términos del PIB dada la recuperación estimada en la producción.

En cuanto a los hidrocarburos, la mayor factura petrolera en 2021 está explicada tanto por un mayor volumen de importación (por la recuperación en la actividad económica y la eliminación gradual de restricciones a la movilidad) como por un aumento en el precio medio para el barril de la mezcla de producto terminado, a *USD* 62,8 en el 2021 y *USD* 62,4 en el 2022, desde *USD* 48,8 en el 2020. El aumento en los precios, en conjunto con las proyecciones de una mayor demanda, llevarían a una factura petrolera en promedio de *USD* 1.322 millones en cada año, lo que significaría un incremento anual en ambos años en torno al 0,8% del PIB con respecto al 2020.

En lo que respecta a la cuenta de servicios, se prevé una recuperación paulatina del superávit, alcanzando niveles equivalentes a 7,7% y 8,7% del PIB para el 2021 y 2022, respectivamente, aunque inferiores al observado antes de la pandemia (10,1% en el 2019). Para el primer año, la mejora se explica, principalmente, por la evolución esperada de los servicios de apoyo empresarial (8,5%), mientras que en el 2022 destaca el repunte en la cuenta de viajes (72,2%). Respecto a la actividad turística, que tiene un peso preponderante en la cuenta de servicios, se estima que en el primer trimestre de 2021, que es la temporada alta y concentra el mayor ingreso de turistas al país, continuará siendo afectada de forma importante por la pandemia. Esta situación se espera muestre una recuperación parcial en el 2022, para el que se prevé que la entrada de turistas crezca a una tasa interanual cercana al 67%.

Acorde con la evolución prevista del entorno interno y externo, para el 2021 y 2022 se espera un mayor déficit en la cuenta de ingreso primario con respecto al 2020. Lo anterior estaría asociado, principalmente, a los mayores intereses de la deuda pública externa y al incremento de la renta por concepto de inversión directa.

En el bienio en comentario, los flujos netos vinculados al ingreso secundario también mostrarían un incremento respecto al 2020, en virtud principalmente, del repunte esperado en las transferencias personales desde el exterior, coherente con la mejora en las perspectivas de crecimiento de EUA y España, países con mayor flujo de migrantes de Costa Rica.

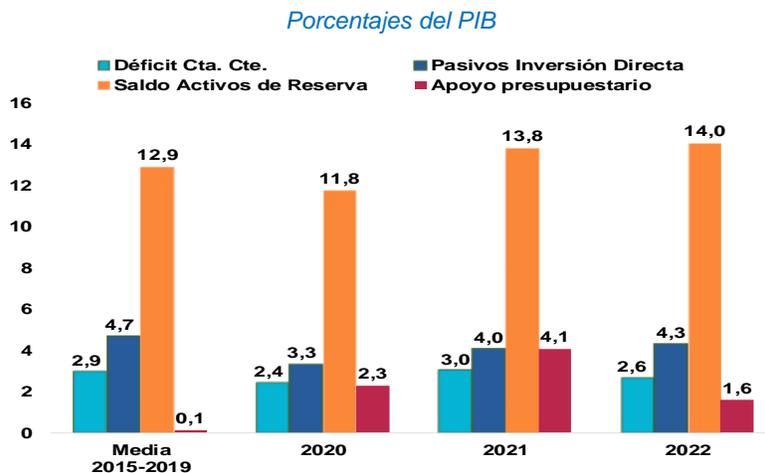
Con respecto a la cuenta financiera, para 2021 se proyecta un mayor flujo de financiamiento neto, tanto público como privado, para ubicarla en 5,1% de PIB. El ingreso neto de recursos al sector público sería equivalente a 1,8% del PIB, y estaría explicado, principalmente, por el financiamiento neto al Gobierno General (*USD* 2.434,6 millones), donde sobresalen los créditos de apoyo presupuestario (CAP) por *USD* 2.513,3 millones (Cuadro 2) y préstamos vinculados a proyectos de inversión por *USD* 303,3 millones⁵⁰.

Por su parte, la mayor afluencia de recursos hacia el sector privado se debería, fundamentalmente, a la recuperación en los flujos de inversión directa, los cuales alcanzarían el equivalente a 4,0% del PIB, superior a lo observado en el 2020 (3,3% del PIB). Más de un tercio de ese incremento sería canalizado a la actividad manufacturera y, en particular, a la industria de alta tecnología.

⁵⁰ En el escenario base, y en línea con las proyecciones del Ministerio de Hacienda y del FMI, se supone que los créditos externos programados serían aprobados por la Asamblea Legislativa. El escenario alternativo, descrito en el Recuadro 7, ilustra las implicaciones de no tener ese financiamiento externo, como consecuencia de la no aprobación del ajuste fiscal adicional propuesto por el Gobierno y convenido con el FMI.

Como consecuencia de todos estos movimientos, en el 2021 el país alcanzaría un saldo de activos de reservas del orden del 13,8% del PIB, lo que implicaría un incremento de 2,0 p.p. del PIB respecto al año anterior (Gráfico 33).

Gráfico 33. Balanza de pagos: componentes seleccionados^{1/}



^{1/} Proyecciones para 2021-2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para 2022 se espera una reducción en el financiamiento externo neto tanto hacia el sector público como el privado. No obstante, se espera una consolidación en los flujos de inversión directa, los cuales se mantendrían en torno a 4,3% del PIB. Adicionalmente, los inlfujos esperados para este año serían suficientes para financiar la brecha de cuenta corriente y propiciarían una acumulación de los activos de reserva que ubicarían su saldo en 14,0% del PIB.

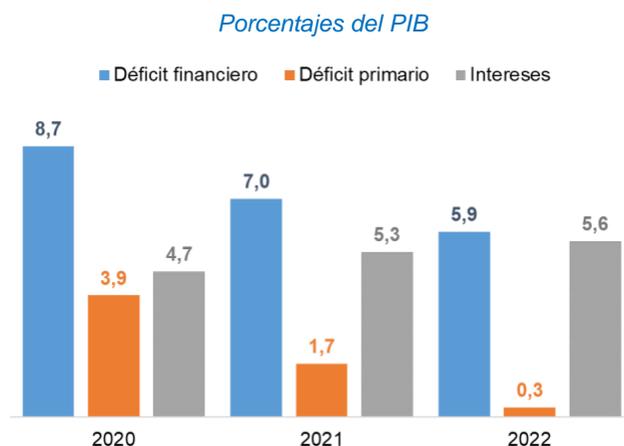
2.3.3 Finanzas públicas

Las finanzas públicas fueron fuertemente afectadas en el 2020 como consecuencia de la pandemia. Las proyecciones del Ministerio de Hacienda para el bienio 2021-2022 suponen la aprobación e implementación del ajuste fiscal propuesto por el Gobierno y que forma parte del convenio a nivel de equipo técnico con el FMI. Ese ajuste fiscal incluye esfuerzos de contención del gasto y mejoras en los ingresos producto de la aprobación de medidas tributarias adicionales. Además, el escenario base supone el acceso a fuentes de financiamiento externo en mejores condiciones financieras en relación con las que enfrentaría en el mercado interno.

La pandemia por el COVID-19 golpeó fuertemente las finanzas públicas. Para contener la rápida propagación del virus y mitigar su impacto económico, el Gobierno aumentó el gasto en salud y las transferencias sociales para proteger a los sectores económicos y grupos de población más vulnerables. Además, la fuerte contracción económica llevó a una severa caída en los ingresos tributarios. Esos impactos fueron parcialmente mitigados por los esfuerzos para contener el gasto público.

Así, el Ministerio de Hacienda (MH) estima para 2020 un déficit primario de 3,9% del PIB y un déficit financiero de 8,7%⁵¹. Por su parte, para el 2021-2022, se prevé una reducción del déficit primario a 1,7% y 0,3% del PIB y del financiero a 7,0% y 5,9%, respectivamente. Ello se explica por la recuperación de la actividad económica prevista para este bienio, las reformas fiscales contempladas en el convenio de financiamiento con el FMI y la continuación de la estricta aplicación de la regla fiscal⁵² contemplada en la Ley 9635. Todo ello contribuiría a una mejora en la recaudación tributaria y a una disminución de los gastos corrientes primarios (Gráfico 34).

Gráfico 34. Resultado financiero del Gobierno Central



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, en materia de ingresos, en el Recuadro 7 se presenta la estimación de los rendimientos asociados a las reformas tributarias propuestas por el Gobierno al amparo del convenio que pretende suscribir con el FMI. Aunado a la contención del gasto que implica la regla fiscal y otros esfuerzos de contención más allá de la regla, eso aceleraría el proceso de reducción gradual del déficit primario para llevar la razón de deuda a PIB del Gobierno Central a un punto de inflexión y luego a una trayectoria descendente, a partir de 2024.

Dado lo anterior, la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda estima que en el bienio 2021 y 2022, el requerimiento bruto de financiamiento alcanzaría 13,5% y 12,4% del PIB (Gráfico 35.A), respectivamente, y la razón de deuda a PIB aumentaría a 72,5% este año y 75,0% en 2022 (Gráfico 35.B). Se prevé que, a pesar de las fuertes necesidades de financiamiento del Gobierno Central, el acceso al financiamiento externo permita reducir el peso del financiamiento interno y por esa vía reducir también las presiones sobre las tasas de interés del mercado local.

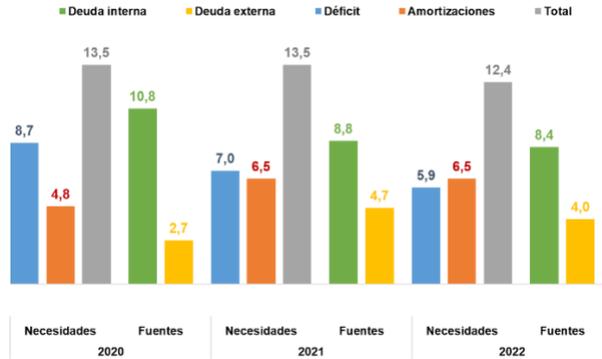
⁵¹ Para efectos de comparación, a partir de 2020 se consolidan como parte del balance del Gobierno Central las operaciones de los órganos desconcentrados, conforme a lo establecido en la Ley 9524.

⁵² Para este fin, el Gobierno de la República emitió el Decreto No 42798-H, que limita el crecimiento de las transferencias corrientes, uno de los principales factores de crecimiento del gasto público en los últimos años, y reduce la ejecución anual de las partidas de adquisición de bienes y servicios, servicios especiales, suplencias y remuneraciones eventuales. Lo anterior para todos los órganos del Gobierno de la República incluidos en las Leyes de Presupuesto Ordinario y Extraordinario, del 2021 al 2025. Además, el Gobierno presentó ante la Asamblea Legislativa el proyecto de ley con el expediente 22.368, "Reducción del gasto público mediante la eliminación de plazas vacantes y congelamiento de aumento de pensiones con cargo al presupuesto nacional". (Para conocer el documento completo del Decreto No 42798-H y del Proyecto de ley No. 22.368 puede acceder al sitio <http://presidencia.go.cr/propuesta-fmi>.)

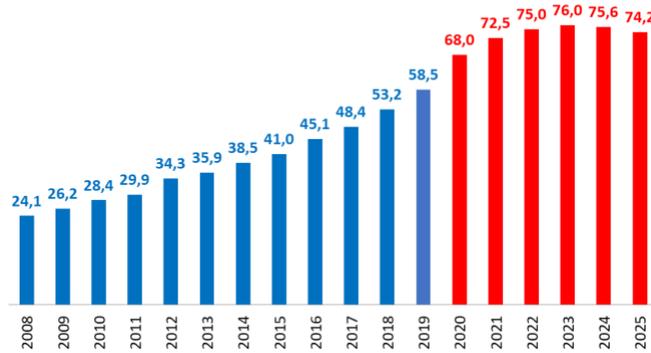
Gráfico 35. Gobierno Central: necesidades brutas de financiamiento y fuentes de fondos y razón de deuda

Porcentajes del PIB

A. Fuentes y usos de financiamiento



B. Razón de deuda



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Dada la diferencia que existe entre las tasas de interés⁵³ de los créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales (Cuadro 2) y las que tendría que pagar el Gobierno si acude al mercado local, el acceso a estos recursos, así como por la colocación de bonos de deuda externa prevista a partir de 2022 (USD 1.000 millones por año hasta el 2025), permitiría un ahorro en intereses en estos años y los que siguen.

⁵³ Según las estimaciones de la DCP, por cada 100 p.b. de menor tasa de interés, el gasto financiero del Gobierno bajaría aproximadamente ₡35 mil millones por año, equivalente al 0,1 p.p. del PIB estimado para el 2020.

Cuadro 2. Créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales previstos para 2021-2022

Millones de USD

	2021	2022
Agencia Francesa de Desarrollo (AFD)	150,0	
Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	550,0	
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	430,0	
Banco Mundial (BIRF)	500,0	200,0
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCI)	300,0	250,0
Fondo Monetario Internacional (FMI)	583,3	583,3
Total	2.513,3	1.033,3

Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, se proyecta que el déficit financiero del Banco Central sea de alrededor de 0,3% del PIB en el bienio 2021-2022, similar a la cifra para el cierre de 2020, según estimaciones preliminares. El balance reflejaría, por una parte, los menores ingresos por la gestión de las RIN dadas las bajas tasas de interés internacionales y por otra gastos por intereses por concepto de operaciones de esterilización monetaria relativamente contenidos, como consecuencia de las bajas tasas de interés locales.

Finalmente, el resto del sector público no financiero continuaría con resultados superavitarios, aunque inferiores a los observados en años anteriores, en torno a 1,2% en 2020, con una ligera recuperación para el 2021-2022 (1,4% del PIB). Esos superávits estarían por debajo de los observados en los años previos a la pandemia, en especial por los efectos negativos directos de la crisis sanitaria sobre las finanzas de la CCSS y RECOPE.

Recuadro 7. Ajuste fiscal convenido con el FMI

En el pasado reciente el Banco Central señaló la necesidad de adoptar medidas en procura de alcanzar la sostenibilidad fiscal. Ciertamente, la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) fue un avance significativo en esa dirección. Esa ley conseguía un fuerte ajuste fiscal, gradual pero creciente en el tiempo, fundamentalmente por medio de una regla fiscal que obliga a la reducción del gasto público como porcentaje del PIB, lo que a su vez aseguraba que la deuda del Gobierno Central alcanzara sostenibilidad en el mediano plazo.

No obstante, cuando sus efectos recién empezaban a manifestarse (el capítulo de regla fiscal solo aplicaba a partir del 2020), Costa Rica fue golpeada por la pandemia del COVID-19, que precipitó una fuerte caída en la recaudación fiscal, agudizó el desequilibrio fiscal y generó un significativo desplazamiento hacia arriba de la trayectoria de la razón deuda/PIB).

Esta nueva realidad hace necesario un ajuste fiscal adicional, más allá del que se va a seguir dando por virtud de la Ley 9635, con el fin de contener esa trayectoria de la deuda en niveles manejables para una economía emergente como la costarricense. Es por ello que desde el inicio de la pandemia las autoridades económicas han planteado la necesidad de esa consolidación fiscal adicional, y en meses recientes han estado en un proceso de diálogo, por una parte con la sociedad civil y por otra con el Fondo Monetario Internacional (FMI), para encontrar la ruta hacia ese ajuste.

Como resultado de ese esfuerzo, el 22 de enero de 2021 el Gobierno de la República anunció el acuerdo “ad referendum” (es decir, a nivel del staff técnico) con el FMI, para obtener un préstamo de apoyo presupuestario bajo la figura denominada Acuerdo de Servicio Ampliado (SAF), por un plazo de tres años.

Este crédito apoya la ejecución de un programa de reforma económica formulado por las autoridades costarricenses, el cual define las medidas para asegurar la estabilidad macroeconómica y corregir desequilibrios estructurales del país, en procura de promover una recuperación sólida y sostenible tras la pandemia. En particular, las principales medidas de política en el marco del programa formulado tienen como objetivo garantizar la sostenibilidad fiscal, fomentar la estabilidad monetaria y financiera, mejorar la productividad laboral y combatir el cambio climático, así como proteger a grupos de la población con menores ingresos y más vulnerables.

Para conseguir esos objetivos, el programa establece metas para el desempeño de variables macroeconómicas fundamentales, como el déficit fiscal primario, el saldo de la deuda del Gobierno Central y el nivel de las reservas internacionales, entre otras. Además, establece medidas estructurales que deben adoptarse para asegurar el cumplimiento de esas metas.

En vista de la grave situación actual de las finanzas públicas, el énfasis del programa es en la política fiscal. La propuesta busca alcanzar un superávit primario equivalente a 1% del PIB en el 2023, lo cual representa una mejora de 4,9 puntos porcentuales (p.p.) del PIB con respecto al resultado primario de 2020 (Cuadro 7.1). Una parte (1,2 p.p. del PIB) de ese cambio en el balance primario vendría dada por la recuperación económica (ajuste cíclico) y la expiración o agotamiento de las medidas temporales adoptadas en el 2020 para enfrentar la pandemia. El resto (3,7 p.p.) es el ajuste fiscal en el balance primario estructural, propiamente dicho. Ese ajuste fiscal se descompone de la siguiente manera:

- Una parte (1,6 p.p.) vendría dada por los efectos de la Ley 9635: la implementación de la regla fiscal, que aporta 1,3 p.p., y el rendimiento adicional que todavía quedaba por obtenerse de las medidas tributarias en esa ley, por otro 0,3 p.p. (se estima que el rendimiento total de las medidas tributarias rondaría el 1,4% del PIB).
- El resto se obtendría por medidas de ajuste fiscal adicional que sumarían 2,1 p.p.

Cuadro 7.1. Rendimientos de las medidas sobre ingresos y gastos

(en p.p. del PIB)

	2021	2022	2023	2024
Cambio en balance primario^{1/}	2,4	3,7	4,9	5,7
Gastos	-1,3	-1,8	-2,3	-3,0
Regla fiscal (Ley 9635)	-0,4	-0,8	-1,3	-1,7
Ahorros por Ley de empleo público y medidas adicionales de recorte de gastos	-0,9	-1,0	-1,0	-1,3
Ingresos	0,4	0,8	1,4	1,4
Reforma tributaria Ley 9635	0,1	0,1	0,3	0,3
Renta global dual			0,4	0,4
Impuesto a premios de lotería	0,1	0,1	0,1	0,1
Eliminación de exoneraciones	0,1	0,4	0,3	0,3
Utilidades de empresas públicas	0,1	0,2	0,2	0,2
Impuesto a casas de lujo		0,1	0,1	0,1
Expiración de medidas temporales	0,6	0,7	0,6	0,6
Ajuste cíclico	0,1	0,4	0,6	0,7

^{1/} Cambios acumulados como porcentajes del PIB respecto al 2020.

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Ministerio de Hacienda.

Este ajuste permitiría estabilizar la trayectoria de la razón de deuda del Gobierno Central a PIB, de forma tal que alcance un máximo de 76% en 2023 e inicie a partir de ahí una senda descendente hasta alcanzar 50% en el 2035.

El acuerdo entre la misión del FMI y el Gobierno de Costa Rica contempla las siguientes medidas fiscales⁵⁴:

Cuadro 7.2 Medidas convenidas entre el FMI y el Gobierno de Costa Rica

Gastos	
1.	Decreto Ejecutivo 42.798-H para restringir partidas de compras de bienes y servicios, suplencias, sueldos eventuales y salarios especiales de las instituciones del Poder Ejecutivo, entre el 2021 y 2025, así como para establecer un techo a las transferencias corrientes.
2.	Reducción del gasto público mediante eliminación de plazas vacantes y congelamiento de aumentos de pensiones con cargo al Presupuesto Nacional (expediente legislativo 22.368).
3.	Recorte al Presupuesto de la República de 2021 (1,4% del PIB).
4.	Ley Marco de Empleo Público (expediente legislativo 21.336).
Ingresos	
1.	Ley de Exoneraciones (Expediente legislativo 22.369). Eliminaría la exoneración de renta del salario escolar, homologa al 15% el gravamen a las rentas de capital y aumenta por dos años la tarifa al 16,5%, y promueve un incremento de 5 p.p. en el impuesto sobre las remesas.
2.	Impuesto a los premios de lotería (Expediente legislativo 22.354). Se gravaría con impuesto de renta del 25% todos aquellos premios de lotería que superen medio salario base (¢225.100).
3.	Modificación del impuesto a las casas de lujo (expediente legislativo 22.382). Este tributo sustituiría al actual impuesto solidario que se estaba dirigido originalmente a financiar proyectos de vivienda social.
4.	Migración al esquema de renta global dual (expediente legislativo 22.383). La tarifa de renta para las personas físicas cuya totalidad de las fuentes de ganancias es superior a ¢8,2 millones al año sería de 27,5%.
5.	Aporte de Utilidades de las Empresas Públicas del Estado (expediente legislativo 22.384).
6.	Reforma a la Ley General de Aduanas (expediente legislativo 22.364).

Fuente: Ministerio de Hacienda

⁵⁴ Ver detalle de la lista de medidas en la página de [Presidencia](#).

El Acuerdo con el FMI, de ser aprobado por el Directorio del FMI y ratificado por la Asamblea Legislativa, le permitiría al Gobierno⁵⁵ acceder a un crédito por USD 1.750 millones. Además, al dar un respaldo al marco de políticas macroeconómicas en el mediano plazo, el convenio con el FMI facilitaría el apoyo financiero por parte de otros organismos multilaterales, con condiciones financieras muy blandas, y permitiría también acceder al financiamiento en mercados locales e internacionales en condiciones más favorables de tasa y plazo.

Más allá de los recursos financieros que pueda suministrar el FMI, la firma del Acuerdo constituye un compromiso de las autoridades gubernamentales con la implementación de medidas para resolver el problema estructural de las finanzas públicas, que a la fecha constituye el principal riesgo para la estabilidad macroeconómica del país. Tanto ese compromiso con el ajuste, como el acceso a recursos externos en mejores condiciones financieras, favorecerían la gestión de tesorería y de la deuda pública, y reducirían las presiones sobre el mercado local de fondos prestables. A su vez, el respaldo del FMI a las políticas macroeconómicas contribuiría a mejorar la confianza de los agentes económicos. Esa mayor confianza, fundada en un proceso de ajuste fiscal creíble, y tasas de interés estables y bajas, tendrían efectos positivos sobre la inversión, el crecimiento económico y la generación de empleo, y en última instancia sobre el bienestar de la población.

⁵⁵ La gestión de la SAF se realizará por intermedio del Banco Central de Costa Rica, como agente y depositario del Gobierno ante el FMI.

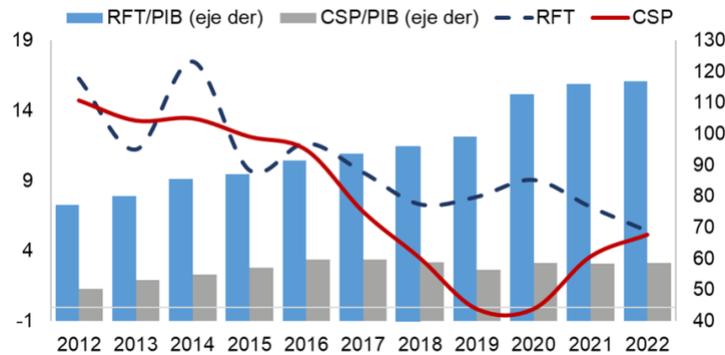
2.3.4 Agregados monetarios y crédito al sector privado

Dada la meta de inflación, el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo, y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crecería en torno a 7,1% y 5,4% en 2021 y 2022, respectivamente. Eso permitiría que el ahorro en términos del PIB mantenga la tendencia al alza que le ha caracterizado, con valores en torno a 116% del PIB (Gráfico 36).

Asimismo, se prevé una recuperación en el crédito al sector privado, con tasas de crecimiento de 3,6% en 2021 y 5,2% el siguiente año, luego del estancamiento observado en el bienio 2019-2020. El repunte en el crédito estaría apoyado en la mejora prevista en la percepción de los agentes económicos sobre el desempeño macroeconómico del país, así como por la mayor disponibilidad de fondos prestables (traducida en mejores condiciones crediticias por parte de los intermediarios financieros).

Gráfico 36. Riqueza financiera (RFT) y crédito al sector privado (CSP)

Tasas de variación interanual y % del PIB



RFT= Riqueza Financiera Total; CSP= Crédito al sector privado

^{1/} Saldos sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.3.5 Proyección de las principales variables macroeconómicas

Cuadro 3. Principales variables macroeconómicas

	2020	Programa Macroeconómico	
		2021	2022
PIB (miles de millones de ₡)	35.983	37.455	39.200
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	-4,5	2,6	3,6
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	-4,2	1,9	2,8
Tasa de desempleo ^{1/}	21,3		
Inflación (%)			
Meta 2021-2022 (variación interanual IPC)	0,9	3,0% (±1 p.p.)	
Variación promedio IPC ^{2/}	0,7	1,3	1,2
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-2,4	-3,0	-2,6
Cuenta comercial	-4,6	-5,5	-5,3
Cuenta financiera	0,5	-5,1	-3,4
Saldo activos de reserva	11,8	13,8	14,0
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-7,8	-5,9	-4,7
Gobierno Central ^{3/}	-8,7	-7,0	-5,9
Resto SPNF	1,2	1,4	1,4
BCCR	-0,3	-0,3	-0,2
Deuda Gobierno Central (% PIB)	68,0	72,5	75,0
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{4/}			
Liquidez total (M3)	10,6	6,4	6,1
Riqueza financiera total	9,1	7,1	5,4
Crédito al sector privado	-0,1	3,6	5,2
Moneda nacional	2,1	5,7	8,0
Moneda extranjera	-3,7	0,0	0,0
Crédito al sector privado real ^{5/}	1,1	2,1	4,0

^{1/} Al trimestre móvil terminado en noviembre de 2020, según Encuesta Continua de Empleo del INEC.

^{2/} Proyecciones del Banco Central de Costa Rica para el 2021-2022.

^{3/} Estimaciones del MH. La Ley de Fortalecimiento del control presupuestario de los órganos desconcentrados del Gobierno Central, Ley 9524, establece que, a partir de 2021, los presupuestos de los órganos desconcentrados de la Administración Central serán incorporados al presupuesto nacional. Para efectos de comparación, estas operaciones se presentan de manera consolidada desde 2020.

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

^{5/} Variación interanual al IV trimestre.

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

3 Objetivos y medidas de política

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como pilar fundamental de la estabilidad macroeconómica. Para el bienio 2021-2022, reitera su meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%, con un margen de tolerancia de ± 1 p.p.

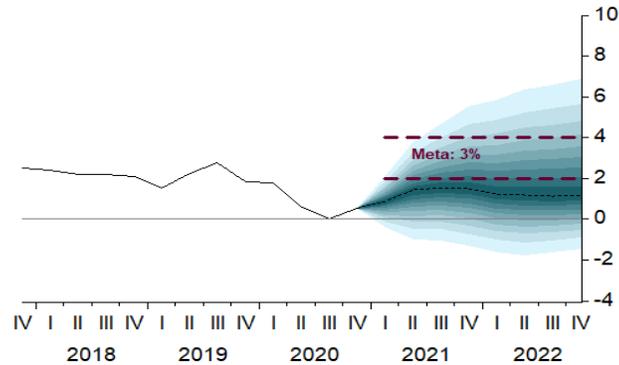
La actual coyuntura económica hace prever que, en el horizonte temporal de esta programación macroeconómica, la inflación se mantendrá por debajo del límite inferior del rango de tolerancia definido para la inflación en el mediano plazo.

Las proyecciones macroeconómicas para el horizonte de la programación señalan la persistencia de riesgos a la baja en la inflación: i) a pesar de la recuperación de la actividad económica estimada, la holgura en la capacidad de producción se mantendrá (brecha de producto negativa); ii) no se prevén presiones por inflación importada; y iii) se estima que las expectativas de inflación se mantendrán por debajo de la meta de inflación.

El Gráfico 37 presenta la valoración que hace el BCCR de la incertidumbre sobre la proyección de inflación. El gráfico de abanico que allí se presenta se obtiene tras evaluar los factores que podrían cambiar durante el horizonte de pronóstico y que, por ende, podrían hacer cambiar la proyección central. El gráfico sugiere que el balance de los riesgos sobre el pronóstico se inclina al alza durante el horizonte considerado, pero aún así el balance de probabilidades recae fuertemente bajo la meta de inflación de 3%, e incluso bajo el límite inferior (2%) del rango de tolerancia. En particular, se estima que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo del rango de tolerancia es de alrededor de 60% durante 2021 y de 50% en 2022.

Gráfico 37. Proyección no condicional de inflación (IPC)

Variación porcentual 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.

La política monetaria del BCCR es de carácter prospectivo; es decir, reacciona no a la inflación actual, sino en respuesta a los pronósticos de inflación. Para ello, toma en consideración la proyección de las variables macroeconómicas que la determinan. Dada la prevalencia de las fuerzas desinflacionarias comentadas a lo largo del presente documento, y en virtud de que la inflación se mantendría por debajo del rango de tolerancia durante todo el horizonte de proyección, el Banco Central mantendrá una política monetaria expansiva y contracíclica, reflejada en bajas tasas de interés hacia adelante. Esa postura está orientada a apoyar la recuperación económica y el empleo.

Además, el Banco Central:

- a) Continuará con el proceso de fortalecimiento de la comunicación con el público, como una herramienta básica para la conducción de la política monetaria y la formación de expectativas.
- b) Participará en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, y también 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, sin embargo, no tendrán como fin alterar la tendencia del tipo de cambio asociada con las fuerzas de oferta y demanda en el mercado.
- c) Continuará haciendo inyecciones de liquidez en los mercados financieros, en forma oportuna y calibrada, cuando ello resulte necesario para aliviar eventuales tensiones sistémicas de liquidez que puedan comprometer la estabilidad del sistema financiero o el adecuado funcionamiento del sistema de pagos.

- d) Hará los desembolsos contemplados en la facilidad especial de crédito aprobada en setiembre de 2020 y ampliada en enero de 2021, por un total de ₡842.887 millones, como una herramienta para apoyar el flujo de crédito en condiciones favorables a los hogares y las empresas, y de esa forma impulsar el proceso de recuperación económica.
- e) Continuará con el análisis de medidas que promuevan la desdolarización financiera en el país.
- f) Asimismo, de manera coordinada con el Conassif y con las superintendencias, continuará impulsando medidas tendientes a mantener y fortalecer un adecuado flujo de crédito al sector privado y resguardar la estabilidad y eficiencia del sistema financiero nacional.

4 Análisis de riesgos

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2021-2022 incorporan la mejor información disponible a enero de 2021. Sin embargo, como han señalado los organismos internacionales, la incertidumbre en torno a las proyecciones es inusualmente alta, debido a la dificultad de predecir la multiplicidad de factores económicos y de salud asociados a la evolución de la pandemia por COVID-19. En línea con lo anterior, existen riesgos de origen externo e interno que, de materializarse, podrían generar desvíos con respecto a las proyecciones que aquí se presentan.

En el ámbito externo se mantienen como principales riesgos un crecimiento de la economía mundial menor al incorporado en este ejercicio, así como precios de materias primas por encima de lo previsto en el horizonte de la programación macroeconómica 2021-2022. Particularmente, destaca lo siguiente:

1. **Menor crecimiento de la economía mundial:** Si bien para el bienio 2021-2022 se incorpora una moderada y gradual recuperación de la actividad económica mundial, bajo el supuesto de que la crisis sanitaria y las medidas de restricción ceden en respuesta al inicio de los procesos de distribución y aplicación de las vacunas contra el COVID-19, todavía se mantiene latente como principal riesgo a la baja del crecimiento global que dichos procesos tengan retrasos o la tasa de contagio se incremente.

De materializarse un crecimiento económico mundial (en particular de EUA, principal socio comercial del país) menor al incorporado en estas proyecciones, la economía costarricense enfrentaría una menor demanda externa que, de no ser compensada por la demanda interna, incidiría negativamente sobre la actividad económica local. Lo anterior podría ampliar la brecha negativa del producto estimada para los próximos trimestres, con lo cual se acentuarían por esta vía las presiones desinflacionarias.

2. **Precios internacionales de los derivados del petróleo.** Estos precios se caracterizan por una alta volatilidad, ante eventos geopolíticos, la actividad económica global y acuerdos por cuotas de producción entre los principales productores, entre otros. Por la condición importadora de hidrocarburos que tiene la economía costarricense, la evolución de sus precios tiene un impacto sobre las proyecciones de inflación (componente importado) y brecha del producto (por sus implicaciones sobre los términos de intercambio y el ingreso disponible).

- 3. Tasa de propagación del COVID-19 y flujos comerciales con Centroamérica.** Los flujos comerciales con Centroamérica y Panamá podrían reducirse si se diera un aumento significativo en la tasa de propagación del COVID-19 en estos países, que llevara a un incremento de las medidas de control sanitario en los puestos fronterizos terrestres, con efectos a la baja sobre el crecimiento económico local.

Por otra parte, los principales riesgos internos en el horizonte de pronóstico están relacionados con:

- 1. Retorno o reforzamiento de medidas de contención sanitaria por aumento en la tasa de propagación del COVID-19, con un impacto negativo directo sobre la actividad económica en los sectores afectados.** A pesar de que el país inició el proceso de vacunación contra el COVID-19, este podría verse condicionado por la disponibilidad de vacunas en el mercado internacional, así como por problemas logísticos a lo interno. Así, al igual que en otras economías, no se puede descartar el retorno de medidas de restricción y confinamiento para tratar de contener la tasa de contagio. Estas medidas podrían propiciar la caída en la producción y eventualmente la destrucción del tejido empresarial de los sectores afectados, y prolongar la caída en las expectativas y la confianza, con un impacto adverso sobre las decisiones de consumo e inversión. Todo ello, en conjunto, retardaría la fase de recuperación económica y podría exacerbar tensiones sociales y los problemas fiscales.
- 2. Ausencia de un acuerdo legislativo para el ajuste fiscal necesario.** La pandemia por COVID-19 agravó la situación de las finanzas públicas, con lo cual para garantizar la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo del país se requerirá de un ajuste adicional al que introdujo la Ley 9635. Las proyecciones fiscales en este ejercicio incorporan las medidas adicionales necesarias para ese ajuste. En ese sentido, la ausencia, insuficiencia o atraso excesivo del ajuste constituyen un riesgo alrededor de estas proyecciones, que podrían manifestarse en una mayor incertidumbre y una presión al alza sobre las tasas de interés locales, con un efecto negativo sobre la demanda agregada y el crecimiento. Un deterioro en las perspectivas de las finanzas públicas podría llevar también a presiones sobre el tipo de cambio, y por esa vía sobre la inflación, así como generar tensiones en el mercado financiero (Recuadro 8). Con base en un escenario alterno construido por el BCCR, se estima que en ausencia de ajuste fiscal el crecimiento del PIB podría ser 1 p.p. menor por año en el bienio 2021-2022, y las consecuencias podrían ser mucho mayores sobre el tiempo y, sobre todo, en caso de llegarse a una crisis de liquidez del Gobierno.
- 3. Ausencia de créditos externos multilaterales para apoyo presupuestario.** Esos créditos permitirían proveer financiamiento al Gobierno en condiciones más favorables que las que enfrentaría en el mercado local, con lo cual se reduciría el gasto por intereses y consecuentemente el déficit fiscal. También conllevarían una menor presencia del Gobierno en los mercados de deuda locales, y de esa forma contribuirían a aliviar la presión sobre las tasas de interés internas. El Recuadro 8 describe un escenario alternativo sin ajuste fiscal adicional y sin créditos de apoyo presupuestario.

Recuadro 8. Escenario pasivo sin ajuste fiscal adicional ni créditos externos

El Programa Macroeconómico 2021-2022 contempla la aprobación de la Facilidad de Servicio Ampliado del FMI y de las medidas de ajuste fiscal adicional que comprende ese convenio, la posterior aprobación de créditos de apoyo presupuestario y del programa de colocación de títulos de deuda externa. Esto permitiría reducir las presiones sobre el mercado financiero local y las tasas de interés internas, y como se ha señalado, reforzaría la confianza de los agentes económicos, con efectos positivos sobre el crecimiento económico y la generación de empleo.

Como parte de los riesgos señalados en este Programa Macroeconómico, se contempla la eventual ausencia de un acuerdo legislativo para la aprobación del ajuste fiscal adicional y del convenio con el FMI. Ello tendría efectos negativos sobre confianza de los agentes económicos, que quedaría de manifiesto en incrementos en la prima por riesgo país y en las tasas de interés locales. Ello, a su vez, podría dar origen a tensiones en los mercados de liquidez y de deuda así como a presiones alcistas sobre el tipo de cambio y la inflación, con un impacto negativo sobre el crecimiento económico, el empleo y el bienestar de todos los costarricenses.

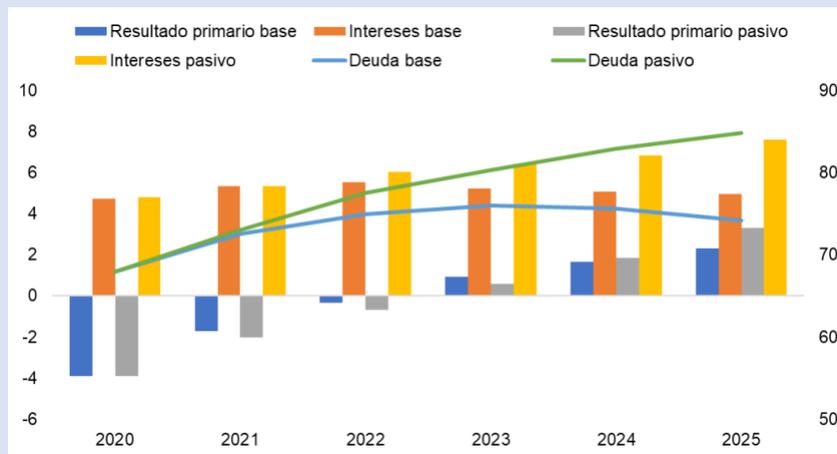
Para evaluar los efectos macroeconómicos ante la eventual materialización de ese riesgo, se realizó un ejercicio de programación alterno bajo un escenario fiscal pasivo, que no contempla la aprobación legislativa del conjunto de medidas acordadas con el FMI ni la aprobación del financiamiento externo complementario previsto en el escenario base de este Programa.

Dado lo anterior, la proyección de ingresos sólo contemplaría los rendimientos asociados a la reforma fiscal de 2018 (Ley 9635) y la evolución de los gastos estaría determinada por la aplicación estricta de la regla fiscal. Este escenario implica que la brecha de financiamiento entre ingresos y gastos del Gobierno Central de los próximos años debería atenderse exclusivamente en el mercado interno, con costos superiores a los que se obtendrían externamente. Ello incrementaría el pago de intereses y, para cumplir con la regla fiscal, obligaría a restringir los gastos primarios en mayor proporción a lo que se proyecta en el escenario base y a la pérdida de ingresos por la ausencia de ajuste. En ese sentido, el escenario no es estrictamente pasivo: exige un ajuste fuerte del gasto para cumplir con la regla. El balance primario mejoraría en ese escenario, pero el balance financiero y la deuda pública del Gobierno se deterioran visiblemente.

El Gráfico 8.1 muestra la evolución de los resultados primarios, gastos en intereses y razón de deuda del Gobierno Central de los escenarios base y pasivo.

Gráfico 8.1. Gobierno Central: Resultado primario, intereses y razón de deuda

Porcentajes del PIB



Fuente: Análisis preliminar del BCCR con base en estimaciones del MH.

El mecanismo de transmisión de los efectos de la mayor presión que ejercería el financiamiento fiscal bajo un escenario como el descrito se presenta en la Figura 8.1.

Figura 8.1. Mecanismo de transmisión de presiones de financiamiento interno del Gobierno Central



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las consecuencias macroeconómicas serían severas. Los resultados señalan que bajo este escenario, en el presente bienio, el acceso al crédito por parte del sector privado, en términos reales, se restringiría en aproximadamente 2 p.p. por año, el crecimiento económico sería alrededor de 1 p.p. más bajo que en el escenario base (por año), al tiempo que aumentarían las presiones inflacionarias en poco más de 3 p.p. anual (Cuadro 8.1). Las consecuencias, por supuesto, se irían acumulando en el tiempo más allá de 2022, con un impacto muy fuerte sobre la actividad económica, el empleo y el bienestar. Además, las implicaciones macroeconómicas serían mucho peores si, como consecuencia de la ausencia de ajuste adicional y la consecuente pérdida de confianza, se diera una crisis de liquidez en el Gobierno y un posible impago de sus obligaciones.

Cuadro 8.1. Efectos macroeconómicos: Principales variables

Variable	Promedio 2021-2022	
	Base	Pasivo
Gobierno Central (% PIB)		
Déficit financiero	6,4	7,0
Déficit primario	1,0	1,3
Pago de intereses	5,4	5,7
Deuda total	73,8	75,3
Deuda interna	53,1	59,8
Crédito al sector privado (% real)	3,0	1,2
Tasa de inflación (%)	1,2	4,5
Crecimiento real del PIB (%)	3,1	2,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica

4. **Tensiones sociales.** En un contexto de alto desempleo y de angustia social por la pandemia, y de oposición por parte de algunos sectores a las medidas de ajuste fiscal adicional, se podrían generar situaciones de tensión social. Estos conflictos podrían llevar a la interrupción de actividades (privadas y públicas), con implicaciones negativas sobre la actividad económica.
5. **Riesgos a la estabilidad y solvencia del sistema financiero.** El deterioro significativo de los ingresos de los hogares y empresas por la pandemia por COVID-19 aumentaron el riesgo de crédito para los intermediarios financieros. Ello se une a una serie de cambios legislativos y regulatorios que afectan el estado de resultados de los intermediarios financieros. No obstante, es de esperar que los ajustes en la normativa prudencial por parte del Conassif y la Sugef para facilitar los arreglos de pago y mejorar las condiciones financieras, así como la aprobación del BCCR de la facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo para los intermediarios financieros regulados por la Sugef, mitiguen tanto el aumento en la mora crediticia como las secuelas de la crisis actual sobre el sector productivo y contribuyan a preservar la estabilidad del sistema financiero.
6. **Choques de oferta de origen interno no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas.** Estos eventos, de manifestarse en forma significativa, tendrían impactos negativos sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, y por tanto sobre la capacidad de crecimiento económico. Eso incrementaría las presiones desinflacionarias (brecha más negativa), aunque éstas podrían ser compensadas parcialmente por el alza en los precios de bienes agrícolas que podría resultar de esos choques climáticos.

5 Anexos

1) Seguimiento de los riesgos Programa Macroeconómico 2021-2022.

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
Externo		
1. Menor crecimiento de la economía mundial	<p>Si bien para el bienio 2021-2022 se incorpora una moderada y gradual recuperación de la actividad económica mundial, bajo el supuesto de que la crisis sanitaria y las medidas de restricción ceden en respuesta al inicio de los procesos de distribución y aplicación de las vacunas contra el COVID-19, todavía se mantiene latente como principal riesgo a la baja del crecimiento global que dichos procesos tengan retrasos o la tasa de contagio se incremente.</p> <p>De materializarse un crecimiento económico mundial (en particular de EUA, principal socio comercial del país) menor al incorporado en estas proyecciones, la economía costarricense enfrentaría una menor demanda externa que, de no ser compensada por la demanda interna, incidiría negativamente sobre la actividad económica local. Lo anterior podría ampliar la brecha negativa del producto estimada para los próximos trimestres, con lo cual se acentuarían por esta vía las presiones desinflacionarias.</p>	<p>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.</p>
2. Precios internacionales de los derivados del petróleo	<p>Estos precios se caracterizan por una alta volatilidad, ante eventos geopolíticos, la actividad económica global y acuerdos por cuotas de producción entre los principales productores, entre otros. Por la condición importadora de hidrocarburos que tiene la economía costarricense, la evolución de sus precios tiene un impacto sobre las proyecciones de inflación (componente importado) y brecha del producto (por sus implicaciones sobre los términos de intercambio y el ingreso disponible).</p>	<p>Mercado de futuros de la Bolsa de Chicago. Índice de volatilidad del precio del petróleo (OVX).</p>
3. Tasa de propagación del COVID-19 y flujos comerciales con Centroamérica	<p>Los flujos comerciales con Centroamérica y Panamá podrían reducirse si se diera un aumento significativo en la tasa de propagación</p>	<p>Situación de la pandemia en el mundo y en los principales</p>

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
	del COVID-19 en estos países, que llevara a un incremento de las medidas de control sanitario en los puestos fronterizos terrestres, con efectos a la baja sobre el crecimiento económico local.	socios comerciales del país. Proyecciones de organismos multilaterales (BM, FMI, OCDE, CEPAL). Estadísticas de comercio exterior.
Interno		
1. Retorno o reforzamiento de medidas de contención sanitaria por aumento en la tasa de propagación del COVID-19, con un impacto negativo directo sobre la actividad económica en los sectores afectados	A pesar de que el país inició el proceso de vacunación contra el COVID-19, este podría verse condicionado por la disponibilidad de vacunas en el mercado internacional, así como por problemas logísticos a lo interno. Así, al igual que en otras economías, no se puede descartar el retorno de medidas de restricción y confinamiento para tratar de contener la tasa de contagio. Estas medidas podrían propiciar la caída en la producción y eventualmente la destrucción del tejido empresarial de los sectores afectados, y prolongar la caída en las expectativas y la confianza, con un impacto adverso sobre las decisiones de consumo e inversión. Todo ello, en conjunto, retardaría la fase de recuperación económica y podría exacerbar tensiones sociales y los problemas fiscales.	Directrices del: Ministerio de Planificación y Política Económica, Ministerio de Salud, Caja Costarricense de Seguro Social, Comisión Nacional de Emergencias. Observatorio del Desarrollo de la Universidad de Costa Rica
2. Ausencia de un acuerdo legislativo para el ajuste fiscal necesario	La pandemia por COVID-19 agravó la situación de las finanzas públicas, con lo cual para garantizar la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo del país se requerirá de un ajuste adicional al que introdujo la Ley 9635. Las proyecciones fiscales en este ejercicio incorporan las medidas adicionales necesarias para ese ajuste. En ese sentido, la ausencia, insuficiencia o atraso excesivo del ajuste constituyen un riesgo alrededor de estas proyecciones, que podrían manifestarse en una mayor incertidumbre y una presión al alza sobre las tasas de interés locales, con un efecto negativo sobre la demanda agregada y el crecimiento. Un deterioro en las perspectivas de las finanzas públicas podría llevar también a presiones sobre el tipo de cambio, y por esa vía sobre la inflación, así como generar tensiones en el mercado financiero.	Principales indicadores fiscales (día 20 de cada mes). Proyección del flujo de caja del Gobierno Central. Índice global de mercados emergentes (EMBIG) para Costa Rica. Programación financiera del Ministerio de Hacienda. Coordinación con funcionarios del Poder Ejecutivo para dar seguimiento al estado de estas operaciones.
3. Ausencia de créditos multilaterales para apoyo presupuestario.	Esos créditos permitirían proveer financiamiento al Gobierno en condiciones más favorables que las que enfrentaría en el mercado local, con lo cual se reduciría el gasto por intereses y consecuentemente el déficit fiscal. También conllevarían una menor presencia del Gobierno en los mercados de deuda locales, y de esa forma contribuirían a aliviar la presión sobre las tasas de interés internas.	Avance del estado de aprobación en la Asamblea Legislativa.

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
4. Tensiones sociales	En un contexto de alto desempleo y de angustia social por la pandemia, y de oposición por parte de algunos sectores a las medidas de ajuste fiscal adicional, se podrían generar situaciones de tensión social. Estos conflictos podrían llevar a la interrupción de actividades (privadas y públicas), con implicaciones negativas sobre la actividad económica.	Encuestas mensuales sobre actividad económica o Pulso Empresarial de la UCCAEP (trimestral). Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).
5. Riesgos a la estabilidad y solvencia del sistema financiero	El deterioro significativo de los ingresos de los hogares y empresas por la pandemia por COVID-19 aumentaron el riesgo de crédito para los intermediarios financieros. Ello se une a una serie de cambios legislativos y regulatorios que afectan el estado de resultados de los intermediarios financieros.	Indicadores de mora bancaria Cantidad de prórrogas y readecuaciones de créditos Indicadores de tensión del sistema financiero
6. Choques de oferta de origen interno no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas	Estos eventos, de manifestarse en forma significativa, tendrían impactos negativos sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, y por tanto sobre la capacidad de crecimiento económico. Eso incrementaría las presiones desinflacionarias (brecha más negativa), aunque éstas podrían ser compensadas parcialmente por el alza en los precios de bienes agrícolas que podría resultar de esos choques climáticos.	Encuestas mensuales sobre actividad económicas del BCCR. Consultas a otras entidades públicas sobre los efectos del clima severos sobre la infraestructura y áreas de cultivo. Instituto Meteorológico Nacional. Boletines sobre el fenómeno El Niño-Oscilación Sur (ENOS).

2) Anexo estadístico.

Cuadro A. 1. PIB por componentes de gasto, en volumen*Variación porcentual interanual por semestre*

	2019		2020	
	I	II	I	II
PRODUCTO INTERNO BRUTO	1,5	2,8	-3,7	-5,5
DEMANDA INTERNA				
Consumo de hogares	1,3	1,8	-4,1	-4,6
Consumo de gobierno	3,9	6,7	-0,1	2,2
Formación bruta de capital fijo	-5,3	-5,4	-4,5	-2,4
EXPORTACIONES BIENES Y SERVICIOS				
Bienes	2,7	2,4	-0,4	0,5
Servicios	3,8	6,2	-20,7	-34,3
IMPORTACIONES BIENES Y SERVICIOS				
Bienes	-0,7	-2,4	-7,0	-7,3
Servicios	2,6	3,9	-10,3	-23,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 2. PIB por componentes del gasto, en volumen*Variación interanual en porcentajes*

	Promedio 2015-2019	Variación %			Aporte (p.p.)		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	3,2	-4,5	2,6	3,6	-4,5	2,6	3,6
DEMANDA INTERNA (+)	2,7	-4,0	2,4	2,5	-3,9	2,3	2,3
Consumo de hogares	3,5	-4,3	2,3	2,7	-2,8	1,5	1,7
Consumo de gobierno	2,5	0,4	-0,6	0,0	0,1	-0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	1,0	-4,1	5,1	4,6	-0,7	0,8	0,8
<i>Inversión privada</i>	<i>1,3</i>	<i>-1,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>
<i>Inversión pública</i>	<i>0,6</i>	<i>-14,9</i>	<i>9,8</i>	<i>6,0</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>
Variación de existencias (% de PIB)	-0,4	-0,9	-1,2	-1,0	-0,5	0,1	-0,2
EXPORTACIONES (+)	5,4	-10,7	7,4	9,0	-3,6	2,3	3,0
Bienes	4,9	1,3	5,6	6,1	0,2	1,1	1,3
Servicios	6,1	-26,1	10,5	14,1	-3,8	1,2	1,7
IMPORTACIONES (-)	3,6	-9,5	6,9	5,6	-3,0	2,0	1,7
Bienes	2,6	-7,7	6,1	4,5	-1,9	1,4	1,1
Servicios	8,8	-16,7	10,3	10,4	-1,1	0,6	0,6
Ingreso disponible bruto real	3,3	-4,2	1,9	2,8			

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 3. PIB y valor agregado por industria, en volumen*Variación interanual en porcentajes*

	Promedio	Variación %			Aporte (p.p.)		
	2015-2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	3,2	-4,5	2,6	3,6	-4,5	2,6	3,6
Agricultura	1,5	-0,9	2,6	2,6	0,0	0,1	0,1
Manufactura	1,7	3,3	5,0	5,4	0,4	0,6	0,7
Construc.	-0,6	-10,5	2,1	4,4	-0,4	0,1	0,2
Comercio	3,2	-10,0	2,7	2,9	-0,9	0,2	0,2
Transp.	3,7	-22,3	6,2	5,9	-1,0	0,2	0,2
Hot. y Rest.	3,4	-40,7	7,1	12,2	-1,3	0,1	0,3
Serv. empresariales	6,1	-0,9	2,3	3,8	-0,1	0,3	0,5
Resto ^{1/}	3,5	-2,2	1,7	2,8	-1,2	1,0	1,4

^{1/} Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, intermediarios financieros y seguros, servicios empresariales, administración pública, educación y salud, actividades artísticas, de entretenimiento, recreativas, hogares como empleadores y otros servicios; e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 4. Balanza de pagos*Millones de USD y porcentajes del PIB*

	Proyecciones		
	2020	2021	2022
I Cuenta corriente	-1.459	-1.842	-1.696
A. Bienes	-2.804	-3.401	-3.432
Exportaciones FOB	11.707	12.324	13.050
Importaciones CIF	14.511	15.725	16.482
Hidrocarburos	835	1.332	1.312
B. Servicios	4.351	4.774	5.657
Viajes	1.056	1.192	2.053
C. Ingreso Primario	-3.482	-3.729	-4.425
Intereses de la deuda pública externa	-791	-833	-1.038
Resto del ingreso primario	-2.691	-2.896	-3.387
D. Ingreso Secundario	475	515	504
II Cuenta de Capital	20	21	22
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.439	-1.820	-1.674
III Cuenta financiera	315	-3.145	-2.231
Sector Público	516	-1.141	-925
Sector Privado	-200	-2.004	-1.306
De los cuales: Pasivos de Inversión Directa	-2.029	-2.500	-2.781
IV Activos de Reserva	-1.754	1.324	557
Relaciones respecto al PIB			
Endeudamiento neto	-2,3	-2,9	-2,6
Cuenta Corriente	-2,4	-3,0	-2,6
Cuenta de Bienes	-4,6	-5,5	-5,3
Balance de Servicios	7,1	7,7	8,7
Balance de Ingreso Primario	-5,7	-6,0	-6,8
Cuenta Financiera	0,5	-5,1	-3,4
Pasivos de Inversión Directa	-3,3	-4,0	-4,3
Saldo Activos de Reserva	11,8	13,8	13,1

Nota: Proyecciones para 2020-2021.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 5. Resultado financiero del Gobierno Central*Miles de millones de colones y porcentajes del PIB*

	2020	2021	2022
Ingresos totales	5 132	5 486	5 968
% PIB	14,3	14,6	15,2
Ingresos tributarios	4 379	4 741	5 283
% PIB	12,2	12,7	13,5
Otros ingresos no tributarios	753	745	685
% PIB	2,1	2,0	1,7
Gastos totales	8 245	8 121	8 268
% PIB	22,9	21,7	21,1
Gastos corrientes primarios	5 844	5 562	5 422
% PIB	16,2	14,8	13,8
Salarios	2 702	2 589	2 610
Bienes y servicios	379	351	324
Transferencias	2 763	2 622	2 488
Intereses	1 707	1 996	2 162
% PIB	4,7	5,3	5,5
Gastos de capital	694	564	684
% PIB	1,9	1,5	1,7
Balance primario	-1 406	-640	-136
% PIB	-3,9	-1,7	-0,3
Balance financiero	-3 113	-2 635	-2 298
% PIB	-8,7	-7,0	-5,9

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Cuadro A. 6. Agregados monetarios y crédito al sector privado¹
Variación porcentual interanual

	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
2018												
I semestre	3,0	4,4	3,5	8,7	4,1	7,0	8,9	10,6	9,4	9,0	0,3	5,3
II semestre	6,7	5,2	6,1	5,0	3,0	4,3	8,1	8,0	8,1	6,0	1,5	4,2
Anual												
Promedio	4,9	4,8	4,8	6,9	3,6	5,7	8,5	9,3	8,7	7,5	0,9	4,8
A diciembre	5,4	5,7	5,5	3,0	2,8	2,9	7,0	8,1	7,3	6,3	-0,6	3,5
2019												
I semestre	4,9	3,0	4,2	3,7	3,2	3,5	6,6	10,8	7,8	6,1	-2,7	2,6
II semestre	7,8	3,8	6,2	4,8	3,5	4,3	6,3	12,1	7,9	2,9	-4,0	0,2
Anual												
Promedio	6,3	3,4	5,2	4,3	3,3	3,9	6,4	11,4	7,9	4,5	-3,3	1,4
A diciembre	12,7	6,9	10,6	7,8	3,4	6,2	7,1	9,6	7,8	1,8	-3,1	-0,1
2020												
I semestre	30,8	15,5	24,9	11,0	5,6	9,1	8,7	6,4	8,0	1,0	-1,5	0,1
II semestre	42,9	24,5	35,9	14,6	9,2	12,7	10,5	5,5	9,0	1,5	-2,5	0,0
Anual												
Promedio	36,9	20,0	30,4	12,8	7,4	10,9	9,6	6,0	8,5	1,3	-2,0	0,0
A diciembre	29,3	24,3	27,5	9,1	11,8	10,0	8,3	7,1	8,0	2,1	-3,7	-0,1

^{1/} Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y crédito y Caja de Ande.

^{2/} Incluye numerario en poder del público, y depósitos (colones y dólares) de: cuentas 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.

Cuadro A. 7. Principales variables internacionales*En porcentajes*

	2019	2020 ^{1/}	Proyecciones	
			2021	2022
Crecimiento del producto				
Mundial	2,8	-3,5	5,5	4,2
Economías avanzadas	1,6	-4,9	4,3	3,1
Estados Unidos	2,2	-3,4	5,1	2,5
Zona del euro	1,3	-7,2	4,2	3,6
Mercados emergentes y en desarrollo	3,6	-2,4	6,3	5,0
China	6,0	2,3	8,1	5,6
América Latina y Caribe	0,2	-7,4	4,1	2,9
Brasil	1,4	-4,5	3,6	2,6
Costa Rica ^{2/}	2,2	-4,5	2,6	3,6
Socios comerciales, promedio ^{3/}	1,9	-4,8	4,4	3,0
Inflación mundial (IPC) ^{4/}				
Economías avanzadas	1,4	0,7	1,3	1,5
Mercados emergentes y en desarrollo	5,1	5,0	4,2	4,2
Socios comerciales, promedio ^{5/}	2,1	1,2	2,0	2,0
Precio del petróleo (USD) ^{6/}	71,1	48,8	62,8	62,4
Variación %	-8,7	-31,4	28,8	-0,7
Términos de intercambio	0,8	1,4	-1,9	0,3
Libor 6 meses (a diciembre)	1,9	0,3	0,2	0,4

^{1/} Estimaciones.^{2/} Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.^{3/} Ponderado por los flujos de exportación acumulados a noviembre de 2020.^{4/} Promedio anual.^{5/} Ponderada por el peso relativo de las importaciones.^{6/} Corresponde al precio por barril de producto terminado importado por Costa Rica, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg (promedio de 30 días) más un margen (entre el precio del crudo y el valor de producto terminado) de USD 10 por barril en el caso del 2020 por efecto pandemia. Para el 2021 y 2022 se retorna de manera gradual a la diferencia histórica prepandemia de USD 14.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Fondo Monetario Internacional (enero de 2021) y Bloomberg.