

# **Revisión Programa Macroeconómico 2018-2019**

---

***Junta Directiva***

***Presidente***

*Olivier Castro Pérez*

***Ministra de Hacienda***

*Rocío Aguilar Montoya*

***Directores***

*Silvia Charpentier Brenes*

*José Francisco Pacheco Jiménez*

*Martha Eugenia Soto Bolaños*

*Juan Rafael Vargas Brenes*

## ÍNDICE

<b>1. PRESENTACIÓN .....</b>	<b>1</b>
<b>2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE 2018 .....</b>	<b>7</b>
<b>2.1. Economía internacional .....</b>	<b>7</b>
<b>2.2. Economía nacional.....</b>	<b>11</b>
<b>2.2.1. Inflación.....</b>	<b>11</b>
<b>2.2.2. Actividad económica y empleo .....</b>	<b>13</b>
<b>2.2.3. Balanza de pagos .....</b>	<b>18</b>
<b>2.2.4. Finanzas públicas .....</b>	<b>19</b>
<b>2.2.5. Agregados monetarios, crédito, tasas de interés y tipo de cambio.....</b>	<b>21</b>
<b>Recuadro 1. El desbalance fiscal: algunas implicaciones para la estabilidad del sistema financiero y el enfoque de regulación flexible por parte del Conassif.....</b>	<b>25</b>
<b>3. REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2018-2019.....</b>	<b>28</b>
<b>3.1. Objetivos y medidas de política .....</b>	<b>28</b>
<b>3.2. Proyecciones macroeconómicas 2018-2019.....</b>	<b>30</b>
<b>Recuadro 2. Gráfico de abanico con bandas asimétricas para el pronóstico del crecimiento en Costa Rica .....</b>	<b>34</b>
<b>3.3. Balance de riesgos.....</b>	<b>40</b>

## REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2018-2019

### 1. PRESENTACIÓN

De acuerdo con lo dispuesto en el literal b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558), en enero de cada año se presenta la programación macroeconómica bianual y, al menos una vez al año (en julio) la revisión de este ejercicio.

La programación macroeconómica<sup>1</sup> es un ejercicio mediante el cual el Banco Central (BCCR) define un valor para su objetivo y anuncia sus proyecciones y los lineamientos de política monetaria necesarios para el cumplimiento de esa meta. Naturalmente esta labor ha de tomar en cuenta las características y restricciones que enfrenta el Banco Central en el cumplimiento de su objetivo, lo cual requiere de un adecuado diagnóstico de la situación económica interna y externa.

En esa línea, en enero último, el Banco Central adoptó formalmente un esquema de meta de inflación, como marco para la conducción de su política monetaria<sup>2</sup> y, ratificó su objetivo inflacionario de largo plazo, de  $3\% \pm 1$  punto porcentual (p.p.)<sup>3</sup>. La revisión del Programa Macroeconómico 2018-2019<sup>4</sup> que se expone en esta oportunidad mantiene esa meta.

El propósito de lograr una inflación baja y estable es consecuente con la promoción de condiciones para la estabilidad macroeconómica, en general, y del sistema financiero, en particular, lo cual a su vez facilita un mayor crecimiento económico y la generación de empleo.

---

<sup>1</sup> El ejercicio es denominado programa macroeconómico a partir de 2007. Su coherencia es analizada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral, mayor detalle en “El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio”, [DIE-08-2008](#).

El presente documento atiende, además, lo indicado en el literal f) del citado artículo 14 (informe semestral sobre la economía costarricense).

<sup>2</sup> Desde 2005 inició formalmente, un conjunto de transformaciones en su quehacer para adoptar de manera gradual dicho régimen monetario. Así, antes de 2018 el BCCR ya diseñaba y ejecutaba su política como si siguiera este esquema. Ver “Adopción de meta de inflación en Costa Rica”. [Documento de trabajo 001-2018](#).

<sup>3</sup> Medido con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor. El rango de tolerancia reconoce que la inflación presenta volatilidades que pueden resultar de variaciones en precios relativos fuera de su control y cuyo impacto suele ser transitorio.

<sup>4</sup> Aprobada en artículo 4 del acta de la sesión 5834-2018 del 20 de julio de 2018.

Son conocidos los aportes de una inflación baja y estable:

- i) Protege el poder adquisitivo de la población, en particular de los grupos con ingresos nominales bajos y fijos, con poca capacidad para disponer de instrumentos financieros que les proteja de la inflación.
- ii) Apoya la estabilidad en otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios).
- iii) Facilita el cálculo económico al reducir la incertidumbre sobre el comportamiento de los macroprecios, por lo que disminuye costos en la toma de decisiones de ahorro e inversión, con efectos positivos sobre la asignación de recursos, el nivel de actividad económica y el crecimiento potencial de la economía.
- iv) Crea un entorno favorable para que otras políticas públicas e iniciativas privadas alcancen resultados coherentes con una mayor eficiencia, equidad, generación de empleo y bienestar económico.

Para poner en contexto el desempeño de la inflación en Costa Rica debe recordarse que, desde inicios de la década de los años 70 y hasta abril de 2009 el país presentó inflaciones de dos dígitos (en promedio 17,7%), notablemente superior a la que experimentó el mundo en ese mismo tiempo. El BCCR, consciente de su compromiso con la estabilidad interna del colón, inició un proceso que buscó desacelerar la inflación para ubicarla en valores similares a la de nuestros principales socios comerciales.

Ese proceso estuvo guiado por una sucesión de medidas adoptadas por el BCCR desde 2005. Contribuyó además, el choque favorable en los términos de intercambio, determinado por la reducción en los precios internacionales de materias primas; primero en medio de la crisis financiera global (2009) y, posteriormente, entre 2014 y 2016, influido por choques tecnológicos en la producción de energía.

Las implicaciones de estos choques sobre la inflación fueron directas; sin embargo, el Banco Central consideró que serían de naturaleza transitoria. En ese contexto su política monetaria fue prudente, reconoció y comunicó oportunamente que por varios trimestres la inflación estaría desviada de su meta, incluso con valores negativos, sobre todo en el segundo de ellos, pero que gradualmente retornaría al rango objetivo, aunque con niveles cercanos al límite inferior de ese rango, como ocurre desde octubre de 2017.

Amerita señalar que la inflación ha sido menor a 4% en los últimos 41 meses (con información a junio 2018), comportamiento únicamente observado en un espacio similar en el período agosto 1964-diciembre 1967, hace más de cinco décadas.

Sin embargo, aun cuando la estabilidad de precios contribuye a alcanzar el crecimiento económico sostenido, no es suficiente. También es indispensable un entorno de finanzas públicas sostenibles y un marco institucional que promueva mejoras en la productividad de los factores de producción y en consecuencia, en la competitividad de la economía nacional.

Sin duda alguna la mayor amenaza para la estabilidad macroeconómica del país es la ausencia de una solución al problema estructural de las finanzas del Gobierno Central. Luego de una década con un déficit fiscal creciente y claramente insostenible, el espacio para tomar decisiones tiende a agotarse de manera acelerada.

En ese sentido, es preciso tener claro que los efectos de una crisis fiscal no están circunscritos, únicamente, a las limitaciones que enfrentaría el Gobierno Central en la atención de sus obligaciones financieras, sino que deterioran el desempeño de otras áreas de la economía, entre ellas el sistema financiero que experimentaría de forma inmediata esas consecuencias.

La literatura económica es amplia en documentar los costos de una crisis financiera en términos de producción, empleo y bienestar económico. Hasta el momento, Costa Rica ha podido evitar una crisis financiera, a pesar del desempeño fiscal no sostenible. Por ello, son impostergables las medidas que eviten llegar a esta situación y, una vez más, el Banco Central hace un llamado respetuoso a los distintos actores de la sociedad costarricense sobre la necesidad de llegar a un consenso y, de esta forma, evitar el ajuste desordenado y altamente costoso del desbalance fiscal.

Es preciso indicar que en la actualidad el desempeño de la economía costarricense manifiesta algunos costos de esa ausencia de soluciones estructurales al problema de las finanzas públicas, a pesar de que en términos generales presenta resultados positivos en buena parte de sus indicadores macroeconómicos.

Propiamente en el primer semestre de 2018 la inflación general permaneció en el rango meta, con una tendencia a ubicarse cercana al límite inferior de ese rango (en junio último su tasa interanual fue 2,1%), acorde con lo previsto en el Programa Macroeconómico 2018-2019 aprobado en enero último. Las previsiones para lo que resta de 2018 apuntan a que la inflación general, así como la inflación subyacente, continuarán cercanas a ese límite inferior y que sería hasta en 2019 cuando la inflación se ubique en torno al 3%.

Este comportamiento tiene asidero en la evolución prevista de los determinantes macroeconómicos de la inflación. De las variables explicativas de corto plazo se tiene que: i) se prevé holguras en la capacidad de producción, por lo que no habría presiones de demanda sobre la inflación y, ii) las expectativas de inflación han estado en el rango objetivo por más de tres años, lo que pone de manifiesto que, pese al desbalance fiscal y el consecuente crecimiento de la razón deuda pública a producto, los agentes económicos consideran que el Banco Central podrá mantener su compromiso inflacionario. Por su parte, los agregados monetarios y el crédito al sector privado han crecido por debajo de lo previsto (determinantes de largo plazo de la inflación) y a futuro no se generan tensiones en los precios en exceso a la meta.

Precisamente, la actividad económica al primer semestre del año creció 3,1% (interanual), lo que significó una desaceleración, con respecto a lo previsto en enero último y a lo observado en igual lapso de 2017. En este período las transacciones del país con el resto del mundo generaron un déficit de cuenta corriente equivalente a 1,4% del Producto interno bruto (PIB) (1,2% un año atrás), brecha que pudo ser atendida con flujos de ahorro externo, destinados al sector público y privado.

El debilitamiento de las finanzas del Gobierno Central continuó en el primer semestre del año (déficit acumulado equivalente a 2,8% del PIB, contra 2,5% a junio de 2017), lo que exacerba la trayectoria creciente de la razón de deuda a PIB, cuyo valor ya es cercano a su límite natural (50% del PIB)<sup>5</sup>.

Así, el desequilibrio fiscal, como se indicó anteriormente, se mantiene como el principal riesgo para la estabilidad macroeconómica del país y amerita medidas que permitan que la política fiscal retome su función estabilizadora y abra espacios a la inversión pública, con efectos positivos sobre la actividad económica y la generación de empleo. La evidencia es clara, cuanto más se postergue la adopción de medidas que den solución al problema fiscal, mayor será el ajuste requerido y por ende los costos para la sociedad.

Como se mencionó de previo, el crecimiento del crédito desaceleró en 2018, tanto en moneda nacional como extranjera (variación interanual a junio de 3,9% contra 10,3% un año atrás). Esta situación es consecuente con el aumento en tasas de interés, la incertidumbre por la falta de consenso sobre la solución al problema estructural de las finanzas públicas y el efecto de normas microprudenciales por parte de la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef), que buscan que los intermediarios financieros revisen la valoración de riesgo de sus créditos<sup>6</sup>,

---

<sup>5</sup> Aquel nivel por encima del cual el ajuste fiscal requerido sería tan elevado que le hace poco creíble. "Límite Natural de Deuda para la economía costarricense" [DIE 8-2016](#).

<sup>6</sup> Recientemente y de manera transitoria, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero redujo las provisiones contracíclicas y las estimaciones genéricas sobre créditos denominados en moneda extranjera colocados en deudores cuya principal fuente de ingreso es en colones.

pero no responde a una restricción de liquidez. El sistema financiero mantiene recursos altamente líquidos depositados en el BCCR y ha destinado parte de los recursos en moneda extranjera, tanto a pagar pasivos externos como a constituir activos en el exterior.

En este contexto, en el primer semestre del año el tipo de cambio evolucionó acorde con sus determinantes macroeconómicos y, el superávit del mercado privado de cambios fue suficiente para atender el requerimiento neto de divisas del Sector Público no Bancario (SPNB) y las modificaciones en la posición en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios.

Por su parte, la evolución en las tasas de interés fue mixta. Relativa estabilidad en la tasa básica pasiva, pero una tendencia al alza en las tasas de interés activas y en el rendimiento de los instrumentos de deuda del Gobierno Central, en este último caso, observada con mayor intensidad a partir del segundo semestre de 2017.

Por tanto, en el 2018 ese mayor rendimiento pagado en los títulos del Gobierno Central generó un efecto directo en el encarecimiento de los fondos prestables para el sector privado.

Partiendo de ese diagnóstico y de un entorno externo para 2018-2019 aún en proceso de recuperación económica, baja inflación y estabilidad en los mercados financieros, el BCCR presenta la revisión de su Programa Macroeconómico 2018-2019, que mantiene el objetivo de inflación de largo plazo de 3% con una tolerancia de  $\pm 1$  p.p. De este ejercicio sobresale lo siguiente:

- i) Se prevé que la inflación se ubique en el rango meta: hacia el límite inferior en lo que resta de 2018 y en torno a 3% en 2019.
- ii) La actividad económica crecerá, en términos reales, 3,2% en 2018 y 3,4% un año después, por el impulso de la demanda interna. Estos valores llevan asociados un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que alcanzaría 3,3% y 3,1% del PIB, respectivamente y, al igual que en años anteriores, su financiamiento sería atendido con recursos provenientes de la inversión extranjera directa.

La estimación de la balanza de pagos indica que el saldo de Reservas internacionales netas (RIN) se ubicaría alrededor de 13,6% y 13,2% del PIB en 2018 y 2019, respectivamente (12,4% en 2017).

- iii) El déficit financiero del Gobierno Central sería equivalente a 7,2% del PIB en 2018 y 7,5% en 2019 (6,7% y 6,9% para el Sector Público Global Reducido, respectivamente).

Estas proyecciones incorporan las medidas administrativas anunciadas por el Ministerio de Hacienda, pero no los efectos de una eventual aprobación legislativa de proyectos de reforma fiscal<sup>7</sup>. Si ello ocurriera el Banco Central evaluará sus implicaciones y la procedencia de modificar su programación macroeconómica.

Teniendo presente que su prioridad es el control de la inflación, dada la importancia relativa de ambos entes en el mercado de deuda pública, el BCCR procurará la debida coordinación con el Ministerio de Hacienda en gestión de deuda.

- iv) El ahorro financiero aumentaría alrededor de 12% anual, valor consecuente con el nivel de actividad económica previsto, la meta de inflación y el proceso gradual de mayor profundización financiera característico del país.

Dado lo anterior, la disponibilidad de recursos prestables en el sistema financiero lleva a variaciones en el crédito al sector privado de 5,0% en 2018 y 6,8% un año después.

El Banco Central da seguimiento a la evolución de la inflación, para lo cual toma en consideración la trayectoria prevista, el horizonte en el que opera la política monetaria, sus determinantes macroeconómicos de corto plazo (expectativas y brecha del producto) y el balance de riesgos.

Esta Entidad reconoce que el compromiso con la inflación y su control efectivo son medulares para mantener su credibilidad y que ello demanda un esfuerzo continuo de comunicación con el público. En particular, el Informe de Inflación incorpora representaciones gráficas que muestran pronósticos para la inflación con probabilidades de desvío con respecto a la proyección central (gráfico de abanico). En esa línea, la presente revisión del programa macroeconómico adiciona una herramienta similar para el pronóstico de crecimiento de la actividad económica. Esta forma de presentar pronósticos contribuye a transmitir el balance de riesgos que realiza el Banco Central y refuerza su función en la formación de expectativas.

Finalmente, para promover la eficiencia en el proceso de formación de los macroprecios, el BCCR mantendrá los flujos de información al público (comunicados de prensa, informes y estadísticas) y procurará la mejora continua de los procesos operativos en los mercados de negociación en los que participa.

---

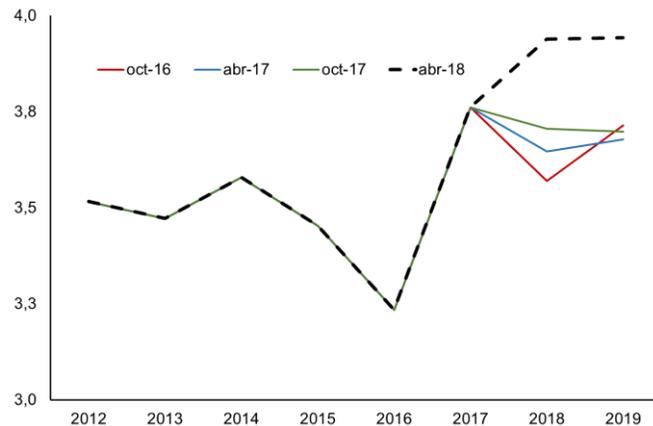
<sup>7</sup> Además, no considera la recuperación de las colocaciones realizadas en certificados de depósito del Banco Crédito Agrícola de Cartago en 2017, por el equivalente a 0,4% del PIB.

## 2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE 2018

### 2.1. Economía internacional

Pese a la desaceleración registrada en los primeros tres meses del año, la actividad económica global mostró un aumento moderado durante el primer semestre de 2018, apoyado en el consumo, la inversión y los flujos de comercio mundial. En ese contexto, los organismos financieros internacionales, entre ellos el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los bancos centrales de distintos países, revisaron sus proyecciones de actividad económica al alza, respecto a finales de 2017<sup>8</sup>. No

**Gráfico 1. Proyecciones de crecimiento mundial**  
-variación porcentual -



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

obstante, la consolidación del crecimiento económico enfrenta riesgos a la baja, entre otros, el encarecimiento de liquidez internacional, precios de materias primas más altos, medidas proteccionistas de comercio y tensiones geopolíticas<sup>9</sup>.

Particularmente, en el primer trimestre de 2018 Estados Unidos (EUA) creció 2,0% en términos anualizados (2,9% el trimestre previo), principalmente por el menor aumento en el gasto del consumidor (0,9% contra 4,0% en el cuarto trimestre de 2017). Por su parte, la zona del euro registró una variación interanual de 2,5% desde 2,8% en el trimestre precedente, debido al menor impulso de las exportaciones.

De las economías emergentes y en desarrollo destacó el crecimiento en China (6,8% anual en el primer trimestre, igual que en el trimestre anterior y explicada por el consumo y la inversión<sup>10</sup>) y la recuperación de la economía brasileña (1,2% en igual lapso).

<sup>8</sup> En mayo pasado la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) estimó que el mundo crecería 3,8% en 2018 y 3,9% un año después. Esa recuperación estaría influida por el impulso de la inversión, el comercio y la creación de empleo.

<sup>9</sup> El FMI en la actualización de las perspectivas de la economía mundial publicada el 16 de julio último mantuvo las estimaciones de crecimiento global, pero acentuó las probabilidades a la baja señalados en la edición de abril.

<sup>10</sup> Estimaciones preliminares indican que la economía china creció 6,7% al segundo trimestre.

El FMI prevé que EUA crecerá 2,9% en 2018 y 2,7% un año después, apoyado en el fortalecimiento de la demanda externa y en los efectos de la reforma tributaria de aprobada a finales de 2017. Para la zona del euro proyecta variaciones de 2,4% y 2,0% en ese orden, ante el efecto combinado de demanda interna y externa.

Para las economías emergentes las perspectivas son de 4,9% para 2018 y 5,1% el siguiente año, explicadas por el impulso en economías de Asia y Europa y países exportadores de materias primas. De este grupo China registraría un aumento de 6,6% en 2018, sustentado en la consolidación de las medidas de política orientadas a impulsar la demanda interna.

En materia de inflación, prevén que ésta aumente en algunas economías avanzadas y que la inflación subyacente converja al objetivo de sus bancos centrales. De igual modo, en economías emergentes y en desarrollo la inflación también ha repuntado como consecuencia del aumento en los precios de las materias primas, mientras la subyacente también manifiesta una tendencia al alza.

La inflación interanual de los principales socios comerciales de Costa Rica alcanzó, en promedio, 2,5% en los primeros cinco meses del año (mayor en 0,1 p.p. al registrado durante igual período de 2017), 0,2 p.p. superior a la tasa media de inflación local (2,3%). En términos de la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales (estimada en 3,0%) la brecha fue en promedio de 0,7 p.p.

En un entorno de inflación al alza, aunque todavía baja, y de recuperación moderada del crecimiento económico mundial, algunos bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron la “normalización”<sup>11</sup> de la política monetaria. En efecto, destaca una política menos laxa en EUA, ante la decisión del Comité Federal de Mercado Abierto de aumentar en el primer semestre y, en dos ocasiones, el rango de su tasa de interés para ubicarlo en [1,75% - 2%]<sup>12</sup>. Además continuó con el ajuste gradual en su balance mediante la venta de activos, que inició en octubre de 2017.

En la zona del euro, el Banco Central Europeo mantuvo la tasa de interés de referencia en 0% en su reunión del 14 de junio, extendió su programa de compra mensual de bonos hasta diciembre de 2018, aun cuando redujo la intensidad de sus compras en €15 mil millones (desde los €30 mil millones aplicados hasta setiembre) para el último trimestre del año.

---

<sup>11</sup> Se entiende por “normalización” el abandono paulatino de medidas de política monetaria no convencionales (entre ellas la compra de activos por parte de bancos centrales y la fijación de tasas de interés de política en niveles históricamente bajos) aplicadas por algunos países avanzados después de la crisis financiera global de 2008, para estimular sus economías.

<sup>12</sup> En la resolución de junio de este Comité, ocho de sus 15 miembros indicaron que esperan dos aumentos adicionales en 2018 a [2,25%-2,5%]. Desde diciembre de 2015 han aplicado siete incrementos de 25 puntos base.

Los mercados financieros internacionales (tomando como referencia el índice VIX) registraron relativa volatilidad en 2018, en contraposición a la estabilidad que presentaron el año previo.

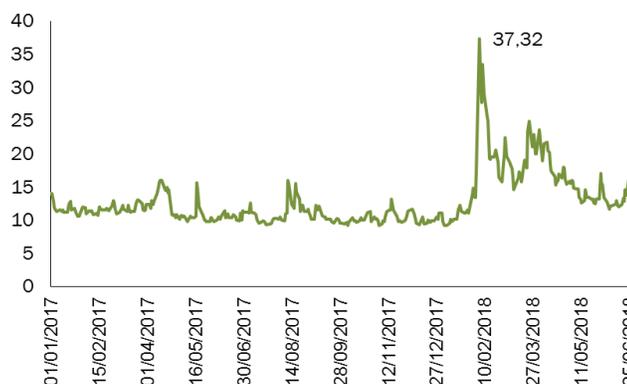
Esta volatilidad estuvo asociada, en buena medida, con expectativas de un ajuste en la política monetaria de EUA más rápido de lo previsto y nuevas medidas proteccionistas por parte de ese país, así como la respuesta de sus principales socios comerciales. El primer factor ocasionó que el nivel del

índice utilizado (VIX) alcanzara 37,3 puntos el 5 de febrero, mientras en 2017 se mantuvo en torno a 11 puntos<sup>13</sup>. Luego de ese episodio ese índice bajó y registró un nivel medio de 16 puntos en esta primera mitad del año.

Las tasas de interés internacionales muestran una tendencia al alza, conforme continúa la normalización gradual de la política monetaria en algunas economías avanzadas, aunque sin alcanzar los niveles observados hace 10 años<sup>14</sup>.

Particularmente, en lo que va de 2018, la percepción sobre el riesgo país de Costa Rica aumentó, influida en parte por el proceso electoral (dos rondas: el 4 de febrero y el 1° de abril). El margen soberano medido por el indicador EMBIG pasó de 367 puntos a 386 puntos, entre diciembre 2017 y junio 2018 y las valoraciones e informes sobre la deuda soberana<sup>15</sup> de agencias calificadoras de riesgo advirtieron sobre el déficit fiscal y los requerimientos de endeudamiento externo.

**Gráfico 2. Índice de volatilidad financiera: VIX**



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

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

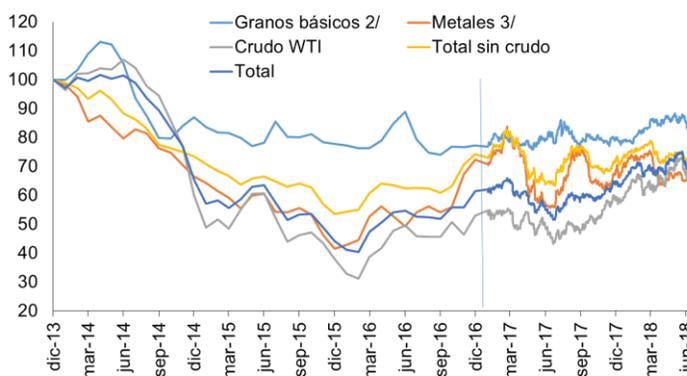
<sup>13</sup> Este evento de volatilidad estuvo asociado con una caída de 4% del índice accionario S&P 500.

<sup>14</sup> La tasa Prime aumentó 0,5 p.p., la Libor a 6 meses 0,65 p.p. y la tasa de los Bonos del Tesoro de EUA a 6 meses 0,55 p.p. en 2018 (hasta el 15 de julio).

<sup>15</sup> Fitch modificó la perspectiva de Costa Rica de “estable” a “negativa” el 18 de enero, mientras Standard and Poor’s mantuvo la calificación el 21 de febrero, pero advirtió la vulnerabilidad que introduce el desequilibrio fiscal a la estabilidad macroeconómica.

Por otra parte, los precios internacionales del crudo mostraron volatilidad con tendencia al alza. Durante el primer semestre de 2018, el nivel medio de la cotización del WTI<sup>16</sup> aumentó 32% respecto al valor medio de 2017, en buena medida, por los acuerdos de restricción de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores como Rusia, pese a que el 22 de junio esa organización acordó incrementar la oferta diaria en un millón de barriles.

**Gráfico 3. Índice de precios de materias primas importadas<sup>1/</sup>**  
-base 31 de diciembre 2013-



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

2/ Granos básicos: trigo, maíz, soya y arroz. 3/ Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre. Datos mensuales hasta dic-16, a partir de 01 de enero de 2017 información diaria.

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

De manera similar, el precio promedio de los granos básicos aumentó en los primeros cinco meses del año, para luego mostrar una desaceleración, explicada por la baja en el precio del maíz debido al efecto favorable del clima para cultivos de EUA y menores perspectivas de importaciones chinas.

En síntesis, de la coyuntura internacional al primer semestre de 2018 destacó el proceso de recuperación de la actividad económica (con efectos favorables sobre la demanda externa local); precios de materias primas que si bien han aumentado, estiman tenderán a estabilizarse en valores más bajos en el mediano plazo; una inflación al alza, pero aún en niveles bajos; así como la reducción gradual de estímulos monetarios en algunas economías avanzadas, aunque todavía existen condiciones favorables de liquidez internacional y una relativa estabilidad en los mercados financieros.

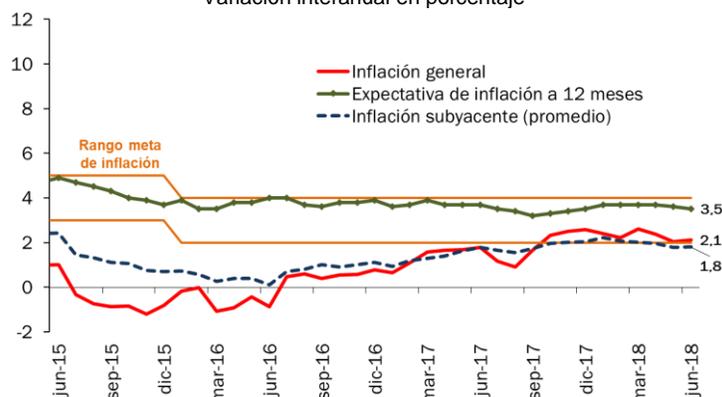
<sup>16</sup>El West Texas Intermediate (WTI) es el petróleo crudo extraído en el Golfo de México y sirve como referencia para las transacciones financieras en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX, por sus siglas en inglés).

## 2.2. Economía nacional

### 2.2.1. Inflación

La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), continuó dentro del rango meta durante el primer semestre de 2018 ( $3\% \pm 1$  p.p.), congruente con la previsión del Banco Central en el Informe de Inflación de diciembre 2017 y en el Programa Macroeconómico 2018-2019. La convergencia a ese rango se alcanzó en octubre de 2017 y, en este año la inflación promedio fue 2,3% (2,1% interanual en junio<sup>17</sup>).

**Gráfico 4. Inflación: general, subyacente<sup>1</sup> y expectativas**  
Variación interanual en porcentaje



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

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

La evolución reciente de la inflación obedeció a la disipación del impacto de los choques de oferta asociados con los bajos precios de materias primas y, por otra parte, a que los determinantes macroeconómicos de la inflación se han comportado de manera congruente con un nivel de inflación local dentro del rango meta del Banco Central.

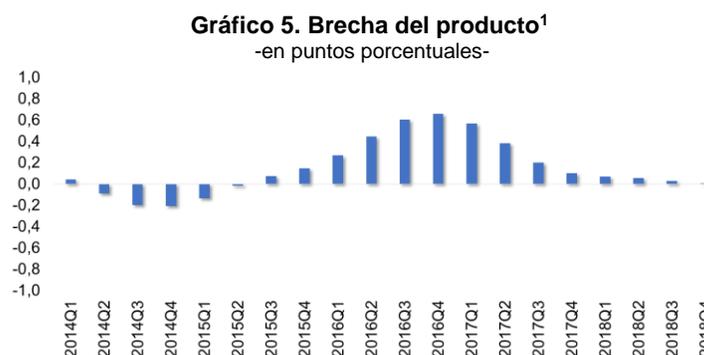
El aumento en el precio de las materias primas, en particular del petróleo a partir de julio de 2017, aunado a la recuperación de la actividad económica mundial, llevó a la aceleración de la inflación mundial, situación que generó mayor presión sobre el componente importado en la inflación local.

En relación con los determinantes de corto plazo de la inflación, las expectativas de inflación permanecieron ancladas al rango meta, con un valor medio de 3,5% en junio pasado.

<sup>17</sup> Según el Instituto Nacional de Estadística y Censos, de acuerdo con la estructura de consumo por niveles de ingreso de los hogares, para abril de 2018 la inflación interanual fue 2,5%, 2,3% y 2,5% para familias de ingresos bajos, medios y altos, respectivamente. Ver <http://www.inec.go.cr/economia/temas-especiales-de-economia: Variación de precios por estrato de ingreso de los hogares>.

Esta situación se observa desde abril de 2015 de forma consecutiva, con lo cual se puede afirmar que las acciones prospectivas de la política monetaria tomadas en abril de 2017 evitaron que el choque cambiario del segundo trimestre de ese año y el impacto de la mayor inflación importada, contaminaran las expectativas de inflación y, por esta vía tuvieran efectos de segunda ronda en el proceso de formación de precios de la economía. Además, el ajuste ordenado en el mercado cambiario (estabilidad del tipo de cambio desde el segundo semestre de 2017) atenuó el impacto de la inflación importada sobre la local.

Por su parte, la brecha del producto no muestra presiones inflacionarias de demanda. Su nivel negativo o en torno a cero para el bienio 2017-2018, refleja holgura en la capacidad de producción de la economía local.



<sup>1</sup> Estimación preliminar para el 2018.

Fuente: Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT).

En cuanto a los determinantes de largo

plazo de la inflación (agregados monetarios y crediticios) su evolución en la primera parte del año en curso, al igual que durante 2017, no constituyó un factor de presión adicional por la vía monetaria sobre la meta de inflación.

En lo que respecta a la inflación subyacente<sup>18</sup>, ésta se ubicó dentro del rango meta en el primer cuatrimestre de 2018 (entre 2,0% y 2,2%), aunque inferior en mayo y junio (1,8%). El valor medio de los indicadores de inflación subyacente mostraron un comportamiento al alza desde junio de 2016, evolución que se acentuó durante 2017 (pasando de 0,9% en enero a 2,1% en diciembre), pero tendió a estabilizarse en 2,0% en el primer semestre de 2018. Estos indicadores apuntan a que por la vía monetaria no se han gestado presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación.

<sup>18</sup> Este indicador busca identificar las tendencias inflacionarias sobre las cuales la política monetaria puede actuar. Se aproxima por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF). Ver <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos> Indicadores de inflación subyacente, base junio 2015.

Según subíndices del IPC, a junio de 2018, la variación interanual de los precios regulados superó en más de 4 p.p. a la del indicador general. En este comportamiento incidió, en mayor medida, el incremento en la cotización del petróleo, con efecto directo sobre el precio de los combustibles locales (en junio la variación interanual fue 15,7%, lo que significó una contribución de 22,5% a la variación del IPC total).

**Cuadro 1. IPC: Indicadores de precios**  
Variación interanual en porcentaje a junio

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

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

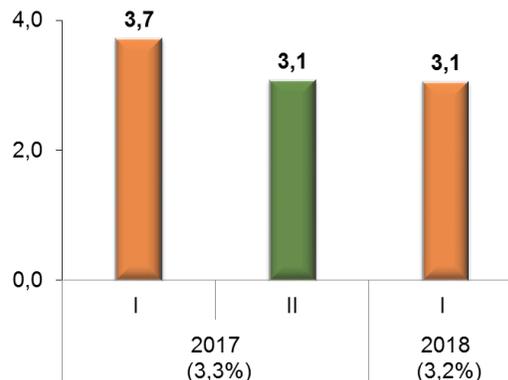
Por el contrario, el componente no regulado del IPC creció 1,4%, explicado en mayor medida por el crecimiento del rubro de educación formal, que fue atenuado por la caída en los productos agrícolas.

Por último, cuando se considera la desagregación del IPC según bienes y servicios, para junio se registraron tasas de variación más homogéneas con respecto a la apertura del IPC entre bienes y servicios regulados y no regulados. Particularmente, en los servicios sobresalió el aporte de educación (11,9%), agua (8,2%) y electricidad (6,1%), en ese orden, a la variación interanual del IPC.

## 2.2.2. Actividad económica y empleo

La actividad económica local, medida con la tendencia ciclo del volumen del PIB creció 3,1% en la primera mitad de 2018, inferior en 0,6 p.p. a la tasa de igual período del año previo. La menor variación puso de manifiesto, por una parte, el efecto de la desaceleración en el ingreso disponible bruto real sobre la demanda interna, principalmente sobre el consumo final de los hogares y, por otra, la menor expansión de la demanda externa por bienes y servicios.

**Gráfico 6. Producto Interno Bruto real <sup>1/</sup>**  
Variación % interanual (tendencia ciclo)



<sup>1/</sup> Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por componentes de la oferta, con excepción de las actividades inmobiliaria, información, comunicaciones, construcción, enseñanza y salud, el resto de industrias desaceleró el ritmo de expansión. Sin embargo, el crecimiento del PIB según aporte a la tasa de variación, estuvo liderado por servicios como los siguientes:

- i) El rubro de profesionales, científicos, técnicos, administrativos y de apoyo a empresas aumentaron 4,5% (7,6% en 2017)<sup>19</sup>, en tanto que los servicios médicos y educativos lo hicieron en 2,9% (2,7% en 2017).
- ii) Información y comunicaciones subieron 5,0% (4,8% en 2017), principalmente por servicio de celular e internet, pues los de telefonía de voz mostraron una desaceleración en el consumo de minutos del servicio fijo.
- iii) La actividad inmobiliaria<sup>20</sup> creció 2,1% (1,5% en 2017) impulsada por la tenencia de vivienda propia y otro tipo de alquiler de bienes inmuebles.
- iv) Comercio y reparación de vehículos registraron 2,4% (3,5% en 2017), ante la menor venta de vehículos, comportamiento en el que pudo haber influido expectativas de mayores tasas de interés y tipo de cambio. El resultado del primer semestre es consecuente con la evolución del consumo privado. En cuanto a alimentos, electrodomésticos y productos textiles, su comercio aumentó.
- v) Los servicios financieros y seguros crecieron 4,3% (7,5% en 2017). Condiciones financieras más restrictivas pudieron incidir en el menor dinamismo en la colocación de crédito (consumo, vivienda, comercio y servicios), depósitos a la vista e ingresos por comisiones.

Específicamente, el indicador de morosidad<sup>21</sup>, publicado por la Sugef, aumentó, en particular en los entes públicos, el margen financiero bajó y los servicios de seguro mostraron una desaceleración<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup>Principalmente los relacionados con consultoría en gestión financiera, recursos humanos y comercialización; actividades administrativas y de apoyo a empresas, servicios de publicidad y alquiler de activos tangibles e intangibles.

<sup>20</sup> Las actividades inmobiliarias incluyen las actividades propias de bienes raíces como compra, venta, alquiler y explotación de bienes inmuebles propios o arrendados, tales como edificios de apartamentos, viviendas y edificios no residenciales.

<sup>21</sup> Definida como la proporción que representa el saldo de la cartera atrasada en más de 90 días y en cobro judicial.

<sup>22</sup> Según estadísticas de la Superintendencia General de Seguros las primas de seguro aumentaron 6,1% en los primeros cinco meses del año respecto a 2017 (18,4%), destacando los seguros personales (trabajo y salud) y de automóviles. Por su parte, las indemnizaciones aumentaron 2,2% (6,8% en 2017), particularmente en los rubros incendios y vida.

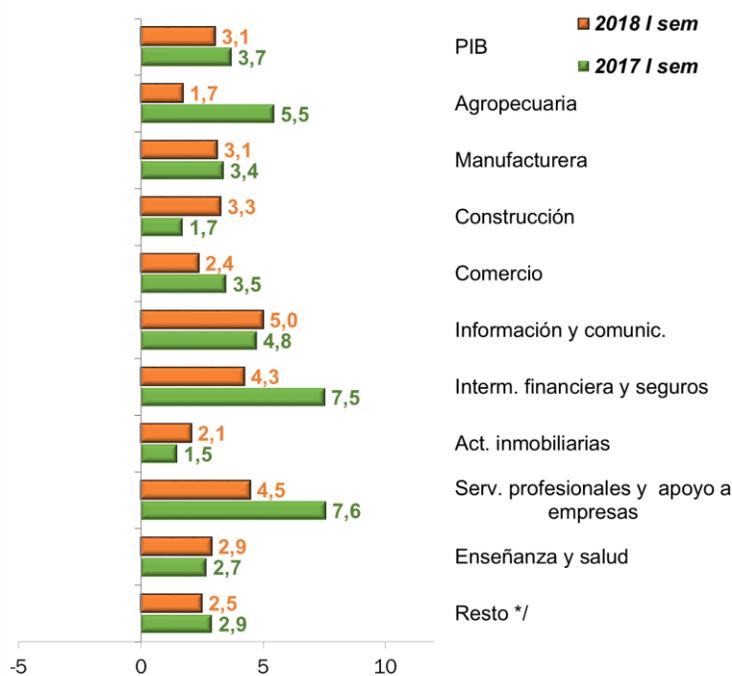
- vi) En el resto de servicios destacaron la actividad de los hogares en calidad de empleadores y las actividades artísticas de entretenimiento y recreativas.

La industria manufacturera creció 3,1% (3,4% en 2017) debido a la mayor actividad y exportaciones de empresas adscritas a los regímenes especiales relacionados con la venta de equipo e implementos médicos, frutas, legumbres y hortalizas en conserva; resultado que se sumó a la recuperación en la producción de empresas del régimen definitivo dirigida al sector externo, en especial de productos farmacéuticos y comidas preparadas.

Por su parte, la actividad agropecuaria creció 1,7% (5,5% en 2017), propiciada por la evolución positiva pero moderada de productos dirigidos al exterior (piña, sandía y melón) con excepción de banano que fue afectado negativamente por condiciones climáticas de los primeros meses del año, toda vez que los productos agrícolas orientados al mercado interno mostraron poco dinamismo, producto del exceso de lluvias de los últimos meses de 2017 que afectaron el área sembrada.

La industria de la construcción creció 3,3% (1,7% en 2017), debido principalmente a la recuperación de obra constructiva (nuevos proyectos u otros que estuvieron paralizados) en edificaciones comerciales y naves industriales y, en menor medida, en obras residenciales; además, incidió el incremento en obras con destino público relacionadas con el mejoramiento de sistemas de distribución, comercialización y alumbrado público; infraestructura educativa y mejoramiento del sistema de acueductos y alcantarillado sanitario.

**Gráfico 7. Valor agregado por industrias**  
Variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)-



\*Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, alojamiento, servicios de comida, transporte y almacenamiento, administración pública, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según componentes del gasto, en el primer semestre de 2018 la mayor contribución al PIB real provino de la demanda interna, aportando 2,4 p.p., toda vez que la demanda externa desaceleró.

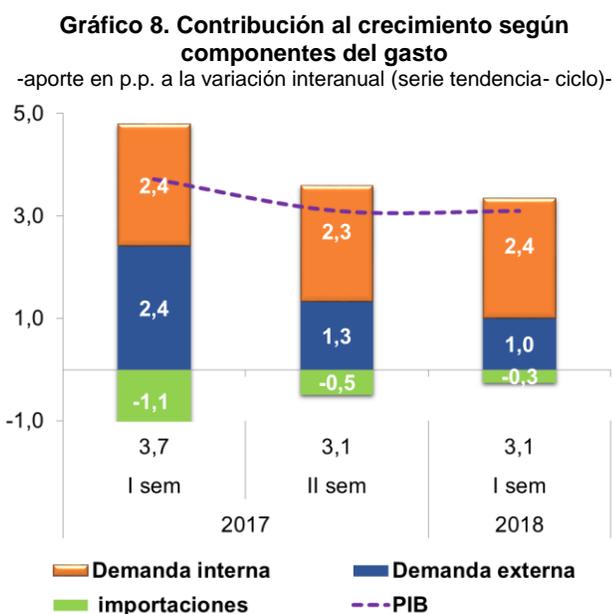
En la demanda interna (2,4%) la mayor contribución provino del gasto final de los hogares, seguido por el consumo del Gobierno General y la formación bruta de capital; en ese orden aportaron 2,0 p.p., 0,3 p.p. y 0,1 p.p.

El consumo de los hogares aumentó 2,9%, valor inferior en 0,2 p.p. al registrado en 2017 y puso de manifiesto, en buena medida, la menor compra de bienes de origen importado (vehículos, electrodomésticos y productos alimenticios), de servicios financieros, comidas y bebidas fuera del hogar. Ello es congruente con la disminución en los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso disponible, además del menor crecimiento del crédito para consumo.

El gasto en consumo del Gobierno, por su parte, creció 1,8% (3,6% el año previo) ante el efecto combinado de la menor contratación de plazas y la desaceleración en la compra de servicios y mantenimiento.

La formación bruta de capital fijo cayó 0,5% (aumentó 0,6% en 2017), debido a la reducción de la inversión en maquinaria y equipo (maquinarias y herramientas, equipo fijo de transporte), cuyo efecto fue parcialmente compensado por: i) la mayor inversión en obras no residenciales y, en menor medida residencial y, ii) el avance en la ejecución de proyectos de mejoramiento del sistema de distribución eléctrica, infraestructura educativa y de acueductos y alcantarillados sanitarios.

La demanda externa por bienes y servicios creció 3,5% (6,8% en 2017). Destacó la recuperación en la demanda externa por productos del régimen definitivo (alimenticios y farmacéuticos), luego de dos años de resultados negativos (en torno a -5,5%). Esta situación compensó parte de la moderación en las ventas de equipo e implementos médicos de regímenes especiales, así como la caída en la oferta exportable de banano y la desaceleración en las exportaciones de servicios empresariales e informáticos y de información.



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron 1,2% (3,6% en 2017). Por destino económico, el menor crecimiento estuvo concentrado en bienes de consumo, específicamente, vehículos de transporte y, en menor medida, productos alimenticios y textiles. Adicionalmente, incidió el comportamiento de insumos para las industrias manufacturera y agrícola, en especial de equipo de transporte, eléctrica y telecomunicaciones. En igual sentido, la compra de servicios subió 2,8%, 7,7 p.p. menos que en 2017, en particular por lo observado en viajes de residentes al exterior.

En lo que se refiere al empleo, en el primer trimestre de 2018 aumentó la participación laboral<sup>23</sup>. En el trimestre en comentario la población económicamente activa (PEA) aumentó, tanto en ocupados como desocupados (9.071 y 24.630 personas, respectivamente), lo que se manifestó en la disminución de personas inactivas (19.756 personas))

Cuadro 2. Indicadores de empleo

Año	Población de 15 años o más <sup>1/ 2/</sup>	Fuerza de trabajo <sup>1/</sup>	Tasa neta de participación (%)	Ocupados <sup>1/</sup>	Desocupados <sup>1/</sup>	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2017	3.814.461	2.267.804	59,5	2.060.757	207.047	9,1
II	3.829.723	2.272.966	59,4	2.079.840	193.126	8,5
III	3.842.758	2.282.526	59,4	2.068.710	213.816	9,4
IV	3.856.937	2.200.092	57,0	1.995.640	204.452	9,3
I 2018	3.870.882	2.233.793	57,7	2.004.711	229.082	10,3

1/ Cantidad de personas.

Tasa de participación: Fuerza de trabajo/Población en condición de actividad.

Tasa de ocupación: Ocupados/Población en condición de actividad.

Tasa de desempleo: Desocupados/Fuerza de trabajo.

Fuente: Encuesta Continua de Empleo, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

Con respecto a igual lapso de 2017, la PEA bajó en 34.011, ante la disminución de personas ocupadas (56.046) y el incremento de los desempleados (22.035). El incremento en desocupados, así como la disminución en ocupados explican el aumento en la tasa de desempleo de 9,1% en I trimestre 2017 a 10,3% un año después.

La ocupación registró una disminución interanual de 2,7%. Por rama de actividad el mayor impacto fue en hogares como empleadores y comercio, efectos parcialmente compensados por el aumento en la ocupación en transporte y almacenamiento y la manufactura.

Entre las principales características de los desempleados en el primer trimestre 2018 destacan: en la zona urbana (75%), hombres (52,9%) y, población joven menor de 35 años de edad (70%). La distribución de la población desempleada por grado de educación máxima fue: con educación primaria 29,5%, con educación secundaria 56,1% y con educación universitaria 14,3%.

<sup>23</sup> Medida por la tasa neta de participación, que pasó de 57% en el IV trimestre de 2017 a 57,7% un trimestre después.

### 2.2.3. Balanza de pagos

En el primer semestre de 2018 las transacciones internacionales del país generaron un déficit en cuenta corriente equivalente a 1,4% del PIB (1,2% en igual período de 2017). Los flujos de ahorro externo, tanto al sector público como privado fueron suficientes para financiar esa brecha, lo que condujo a una acumulación de activos de reserva de *USD* 931 millones.

Según cifras preliminares, en el 2018 el déficit comercial de bienes fue de *USD* 2.464 millones (4,1% del PIB), lo que significó un incremento de *USD* 121 millones con respecto igual espacio de 2017. Este resultado respondió al aumento en el flujo de compras externas por *USD* 407 millones, cuyo efecto fue parcialmente compensado por el incremento en las exportaciones (*USD* 286 millones).

El impulso en las importaciones respondió tanto a mercancías generales (3,4% sin hidrocarburos), a la mayor factura petrolera<sup>24</sup> (22,9%), así como a las compras de empresas amparadas a regímenes especiales (0,9%). Por su parte, el aumento de las exportaciones obedeció al dinamismo de las ventas de empresas de zona franca y del régimen definitivo, con variaciones interanuales de 8,2% y 2,2%, respectivamente.

En el primer semestre de 2018 la cuenta de servicios acumuló un superávit de *USD* 3.123 millones, superior en *USD* 109 millones respecto al mismo lapso de 2017. El impulso en los servicios de telecomunicaciones, informática e información (16,9%) y el turismo receptivo (4,1%) explicaron esta mejora.

Por su parte, el mayor déficit de la cuenta de ingreso primario (*USD* 117 millones) fue determinado por la remuneración a los factores productivos de no residentes, asociado, principalmente, al rubro de renta de la inversión directa e intereses de deuda con no residentes.

**Cuadro 3. Balanza de Pagos** <sup>1/</sup>  
-millones de dólares-

	2017			2018
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem
<b>I Cuenta corriente</b>	<b>-699</b>	<b>-993</b>	<b>-1.692</b>	<b>-848</b>
A. Bienes	-2.343	-2.837	-5.180	-2.464
Hidrocarburos	673	698	1.371	826
B. Servicios	3.014	2.917	5.931	3.123
Viajes	1.560	1.313	2.872	1.633
C. Ingreso Primario	-1.623	-1.326	-2.949	-1.740
D. Ingreso Secundario	254	253	507	234
<b>II Cuenta de Capital</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>41</b>	<b>15</b>
Préstamo neto (+) /				
Endeudamiento neto (-)	-675	-976	-1.651	-832
<b>III Cuenta financiera</b>	<b>91</b>	<b>-1.324</b>	<b>-1.233</b>	<b>-1.764</b>
Sector Público	65	-207	-143	-1.232
Sector Privado	27	-1.117	-1.090	-531
Inversión Directa	-1.685	-1.171	-2.856	-1.515
<b>IV Activos de Reserva</b>	<b>-767</b>	<b>348</b>	<b>-419</b>	<b>931</b>

<sup>1/</sup> Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>24</sup> El aumento en la factura petrolera fue producto del incremento en el valor unitario del barril (29,5% con respecto al año anterior), pues la cantidad de barriles bajó 5,0%.

Los flujos de la cuenta financiera registraron una entrada de *USD 1.764 millones*, monto superior en *USD 1.873 millones* en relación con el mismo período de 2017. Este financiamiento respondió al aumento en el ingreso neto hacia los sectores público y privado de *USD 1.300 millones* y *USD 558 millones*, en ese orden.

El aumento en los flujos hacia el sector público fue producto, en buena medida, del ingreso del crédito de apoyo a la balanza de pagos del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (*USD 1.000 millones*) y préstamos al Gobierno General por *USD 285 millones*. Por su parte, el mayor financiamiento al sector privado está relacionado con una menor salida de recursos del resto del sector privado no financiero por *USD 726 millones*, toda vez, que los pasivos de inversión directa bajaron con respecto a la primera mitad del año previo en *USD 170 millones*.

Finalmente, el ahorro externo canalizado al país en los primeros seis meses del año, resultó superior al flujo de endeudamiento neto, lo que propició el incremento en los activos de reserva por *USD 931 millones*. De esta forma, el saldo de los activos de reserva ascendió a *USD 8.046 millones*, equivalente a 6,5 meses de importaciones del régimen definitivo y a 13,2% del PIB.

#### 2.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares a junio de 2018, el Sector Público Global Reducido (SPGR) acumuló un déficit financiero equivalente a 2,4% del PIB, superior en 0,3 p.p. al registrado en similar período de 2017. Dicho resultado estuvo determinado, principalmente, por la desmejora en las finanzas del Gobierno Central.

**Cuadro 4. Resultado Financiero Sector Público Global <sup>1/</sup>**  
- como porcentaje del PIB -

	Jun-17	Jun-18
Sector Público Global	-2,1	-2,4
Banco Central	-0,2	-0,2
Sector Público no Financiero	-1,9	-2,2
Gobierno Central	-2,5	-2,8
<i>Resultado Primario</i>	-0,9	-1,1
Resto del SPNF	0,6	0,6

<sup>1/</sup> Para el resto del SPNF cifras preliminares.

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

En particular, el Gobierno Central acumuló un déficit financiero de 2,8% del PIB (2,5% el año previo) explicado, especialmente, por la menor variación en los ingresos totales (1,3% contra 7,3% en 2017) y el impulso en el gasto total (7,0%). Asimismo, el comportamiento de los ingresos y gastos primarios (excluido el servicio de intereses) llevó a un déficit primario acumulado de 1,1% del PIB, superior en 0,2 p.p. a lo observado 12 meses atrás.

La expansión del gasto gubernamental fue explicada por el servicio de intereses (20,1%), transferencias corrientes (6,8%) y remuneraciones (5,8%). En el pago de intereses destacó el servicio por deuda interna (23,8%), mientras que en las transferencias corrientes resaltaron aquellas giradas al sector público (en particular al Fondo Especial de Educación Superior y al Fondo de Asignaciones Familiares), mientras que en las remuneraciones sobresalió el pago en horas extras (26,5%) y anualidades (5,6%). En contraste, los gastos de capital cayeron 14,3%, aunque en este rubro continúan dominando los giros realizados al Consejo Nacional de Vialidad y a los gobiernos locales.

Por su parte, en la evolución de los ingresos incidió la caída en el rubro de aduanas (-3,4%, comprende exportaciones e importaciones) y la desaceleración en las partidas de ingresos y utilidades (2,0% contra 12,9% en 2017), ventas internas (1,9%) y otros (3,8%), en especial, por lo referente al impuesto único a los combustibles y tabaco. Este comportamiento es congruente con la evolución de la actividad económica nacional y, en especial, por el menor consumo de los hogares.

El Banco Central presentó un déficit financiero de  $\text{¢}67.216$  millones (metodología cuentas monetarias), equivalente a 0,2% del PIB, monto similar al observado 12 meses atrás y al estimado en la programación macroeconómica de enero de este año.

Según cifras preliminares, el resto del sector público no financiero reducido<sup>25</sup> acumuló durante este tiempo un superávit financiero equivalente a 0,6% del PIB, ligeramente superior (en términos absolutos) al registrado un año antes, básicamente por un mejor resultado del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS).

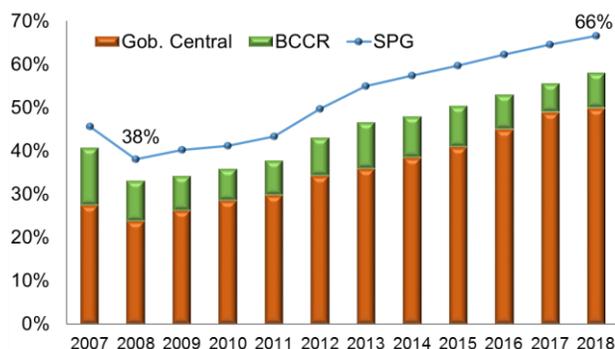
---

<sup>25</sup> Incluye una muestra de seis entes del sector público: CCSS, Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), Consejo Nacional de Producción, Refinadora Costarricense de Petróleo, Junta de Protección Social e Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados.

Por otro lado, el saldo de la deuda del Sector Público Global<sup>26</sup> ascendió a ¢23,0 billones en junio de 2018 (66,6% del PIB), para un incremento en esa razón de 4,1 p.p. con respecto a lo observado un año antes; en términos absolutos significó un incremento de ¢2,5 billones.

En el caso particular del Gobierno Central, su razón de deuda a PIB alcanzó 49,8% (45,8% 12 meses antes). La Tesorería Nacional atendió sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación neta de bonos de deuda en el mercado interno, en mayor medida, en el sector privado (del cual 23% es ahorro de no residentes) y entidades públicas, lo que ha generado presiones al alza sobre las tasas de interés locales.

**Gráfico 9. Deuda del Sector Público Global<sup>1</sup>**  
- % del PIB -



<sup>1/</sup> Información a junio de 2018.

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

El comportamiento creciente de la carga de deuda del Gobierno hace evidente la fragilidad de su situación financiera, pues en ausencia de una reforma estructural que contribuya a generar el superávit primario requerido, la razón de deuda a producto continuará su insostenible tendencia creciente y con ello incrementa la probabilidad de una crisis fiscal, con altos costos en términos de actividad económica, pérdida de empleo y reducción del bienestar de la población.

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

Desde una perspectiva de mediano plazo, en los últimos 13 años, la Junta Directiva del Banco Central, en procura de la estabilidad interna y externa de la moneda nacional, ha tomado un conjunto de medidas para mejorar el control de las principales fuentes estructurales de expansión de la liquidez<sup>27</sup>, de forma tal que la evolución de los agregados monetarios y crediticios ha sido congruente con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el incremento gradual en el nivel de profundización financiera. Así, por la vía monetaria no se han incubado presiones inflacionarias en exceso a la meta.

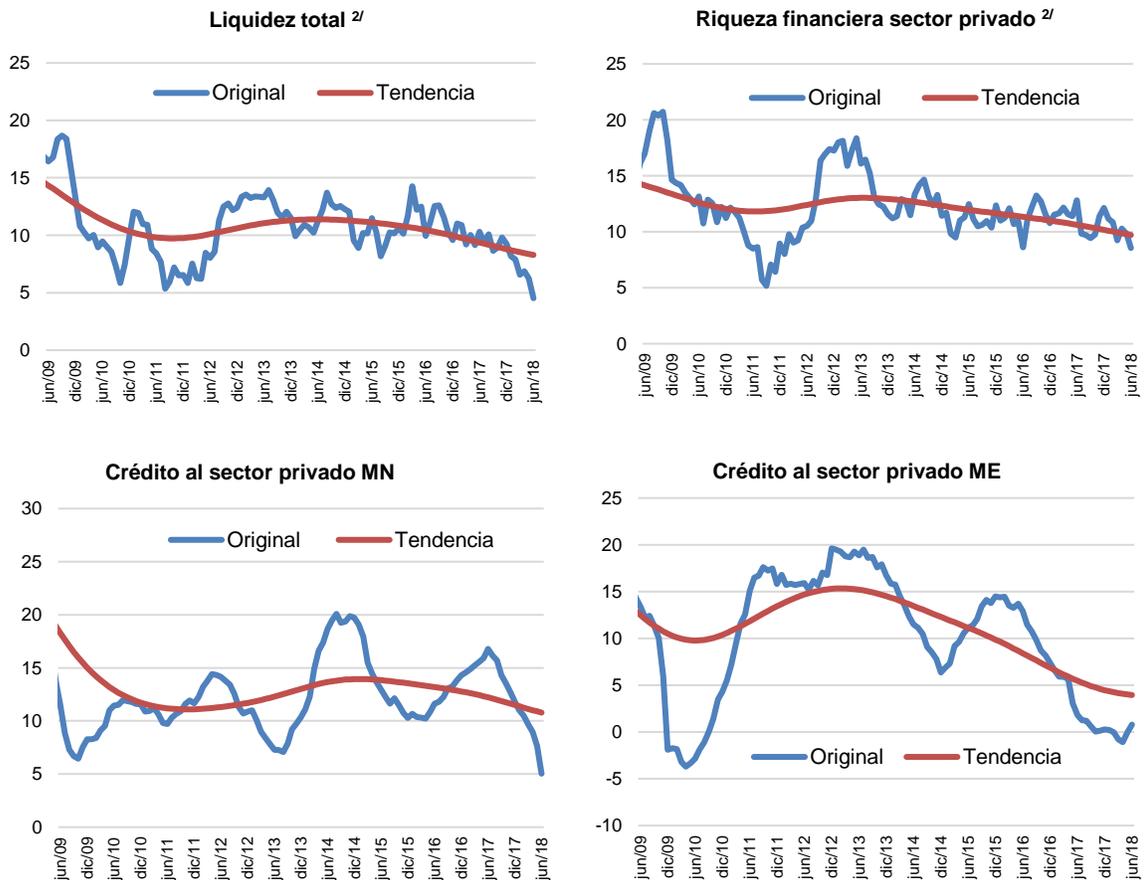
<sup>26</sup> Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, BCCR y algunos entes del resto del sector público.

<sup>27</sup> Principalmente en materia de déficit financiero, régimen cambiario y organización y funcionamiento del mercado de dinero de muy corto plazo.

Aun cuando en el agregado tanto el ahorro financiero como el crédito al sector privado han tendido a moderarse, su composición denota algunas distorsiones que prevalecen en la economía costarricense.

Ciertamente el Banco Central reconoce que la dolarización financiera ha sido un proceso asociado, en parte, a la mayor inserción del país en los mercados internacionales. Sin embargo, también ha señalado que la elevada dolarización del ahorro financiero responde, en algunos momentos, a que en el balance de costos de la creciente deuda pública, la Tesorería Nacional ha encontrado mayor demanda por instrumentos denominados en moneda extranjera.

**Gráfico 10. Agregados monetarios y crédito al sector privado** <sup>1/2/</sup>  
Variación % interanual, serie original y tendencia



<sup>1/</sup> Tendencia estimada con el Filtro de Hodrick-Prescott,  $\lambda=23.000$

<sup>2/</sup> Sin efecto de variación por tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por el lado del crédito de los intermediarios financieros al sector privado, también una elevada dolarización sin cobertura por el riesgo cambiario incrementa las vulnerabilidades del sistema financiero.

Dado lo anterior, la elevada dolarización impone retos para la conducción de la política monetaria y la estabilidad del sistema financiero. Por un lado influye en el diseño de la política monetaria y en su efectividad para controlar la inflación y, por otro, dado que cerca del 68% del crédito en moneda extranjera ha sido canalizado a deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones, les hace individual y sistémicamente vulnerables a choques cambiarios y de liquidez ante tensiones en el mercado cambiario local o la suspensión súbita de financiamiento externo<sup>28</sup>.

**Cuadro 5. Agregados monetarios y crédito al sector privado <sup>1/</sup>**

Promedio de la variación interanual en %

	Medio circulante ampliado <sup>2/</sup>			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>
<b>2016</b>												
I semestre	20,6	5,9	14,5	16,0	4,9	11,8	13,0	4,7	10,6	10,7	13,7	12,0
II semestre	15,3	5,1	11,2	11,9	10,2	11,3	9,7	15,7	11,3	13,1	9,4	11,5
Anual	17,9	5,5	12,9	14,0	7,5	11,5	11,3	10,2	10,9	11,9	11,5	11,7
<b>2017</b>												
I semestre	5,1	6,8	5,7	8,2	13,4	10,1	9,1	19,6	12,0	15,5	4,8	10,8
II semestre	-0,2	6,2	2,2	9,4	9,3	9,4	10,3	13,7	11,3	14,0	0,6	8,3
Anual	2,5	6,5	4,0	8,8	11,4	9,7	9,7	16,7	11,6	14,8	2,7	9,5
<b>2018</b>												
I semestre	3,1	4,4	3,6	8,5	4,2	6,9	10,6	10,5	10,6	8,9	-0,1	5,1

<sup>1/</sup> Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande. Información de BCCR al 30/06/2018, preliminar de bancos al 29/06/2018 y del resto a abril de 2018.

<sup>2/</sup> Incluye numerario en poder del público (colones) y depósitos en colones y en moneda extranjera de: cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

<sup>3/</sup> Expresado en dólares estadounidenses.

<sup>4/</sup> Valoración en colones de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el primer semestre de 2018, los agregados monetarios y crediticios desaceleraron con respecto a igual período del año anterior, especialmente el crédito al sector privado. En el comportamiento de los agregados monetarios influyó el menor ritmo de crecimiento económico (menor demanda de liquidez por motivos transaccionales). En el caso del crédito al sector privado habría influido el aumento en las tasas de interés, internas y externas, así como la incertidumbre causada primero por el proceso electoral que se resolvió luego del primer trimestre del año y, más recientemente, por la falta de solución al problema estructural de las finanzas públicas.

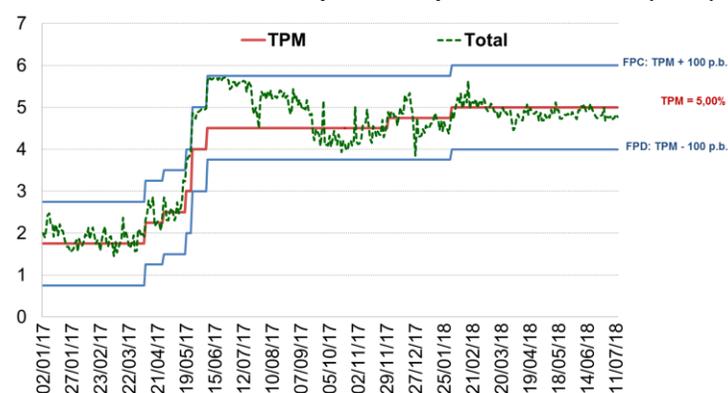
<sup>28</sup> Si bien mantener RIN mejora el blindaje financiero del país para enfrentar choques externos, tiene costos para el BCCR y, por ende, para la sociedad.

Por tipo de moneda, en el ahorro financiero muestra una mayor preferencia por instrumentos en dólares a la vista, lo cual podría asociarse en alguna medida con la incertidumbre comentada en líneas previas. En cuanto al crédito, la desaceleración ha sido mayor en operaciones denominadas en moneda extranjera, lo que es atribuido no solo al aumento en tasas de interés<sup>29</sup> sino también al proceso de internalización del riesgo cambiario por parte de deudores y acreedores, sobre todo luego del ajuste cambiario observado en el segundo trimestre de 2017 y al efecto de medidas tomadas por el Conassif y el BCCR para que tanto deudores como acreedores realicen una valoración más cuidadosa del riesgo cambiario (ver recuadro 1).

Por otra parte, en lo que transcurre de 2018 el mercado integrado de liquidez (MIL) mostró un saldo promedio diario de alrededor de ¢239.000 millones, superior al registrado en igual período del año anterior. Lo anterior se manifestó en las tasas de interés promedio, que estuvieron por debajo de la TPM la mayor parte de este lapso. Es precisamente por la persistencia de esta disponibilidad de recursos por parte de los intermediarios financieros, que el BCCR afirma que la moderación en la tasa de crecimiento del crédito al sector privado no obedece a medidas en exceso restrictivas del Banco Central, sino a otros factores relacionados con costos, incertidumbre y perspectivas.

Si bien la TPM aumentó 25 puntos base (p.b.) en febrero último, en lo que va del año las tasas de interés pasivas de las entidades financieras no evidenciaron ese ajuste, caso contrario ocurrió en las tasas de interés activas, lo cual permite sugerir que el proceso de transmisión de estos ajustes se contuvo parcialmente.

Gráfico 11. Tasa de interés promedio ponderada en MIL (en %)



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

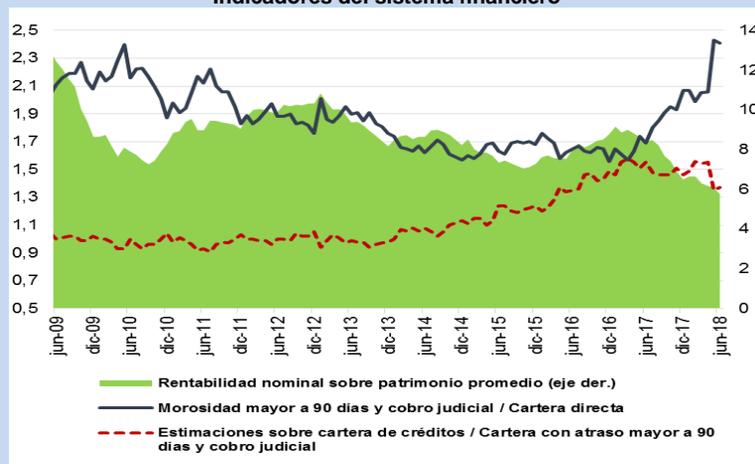
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>29</sup> Las tasas de interés en dólares mostraron en los primeros seis meses del año en curso un incremento, especialmente en el crédito para vivienda, construcción y consumo.

### Recuadro 1. El desbalance fiscal: algunas implicaciones para la estabilidad del sistema financiero y el enfoque de regulación flexible por parte del Conassif

La Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica le asigna al BCCR la promoción de condiciones favorables para el buen funcionamiento del sistema financiero nacional. De esta manera, el BCCR y los entes supervisores, velan por la estabilidad en su conjunto (función macroeconómica) a la vez que fiscalizan operaciones y vigilan el cumplimiento de la normativa específica por parte de cada intermediario (función microeconómica).

Gráfico 1.1  
Indicadores del sistema financiero



Fuente: Sugef

En el contexto macroeconómico, el deterioro en la cartera crediticia observado en los últimos 12 meses introduce señales de alerta (Gráfico 1.1). Si bien el indicador no supera el límite considerado como normal<sup>1</sup>, la merma en la capacidad de pago afecta la calificación del deudor y con ello, el desempeño de los intermediarios financieros.

Un incremento en la mora aumenta el riesgo de que el intermediario deba cubrir pérdidas, lo cual le reduce la rentabilidad de su actividad de intermediación. Para atender esas potenciales pérdidas, el intermediario encarece el crédito.

Como se comentó de previo, el principal escollo para la estabilidad macroeconómica lo constituye la ausencia de una solución al problema estructural de las finanzas públicas. El Gobierno Central se ha financiado mayoritariamente en el mercado local (no necesariamente en la banca), lo cual no solo resta espacio para el financiamiento de nuevos proyectos de inversión, sino también ha generado presiones al alza en las tasas de interés. Ambos factores reducen la capacidad de los agentes económicos para originar ingresos y pagar sus obligaciones.

Precisamente, la acumulación sostenida de deuda pública expone a los intermediarios al riesgo soberano, que aumentaría en ausencia de una reforma fiscal y ante condiciones monetarias mundiales más restrictivas. Particularmente el FMI, en la Revisión de la Estabilidad del Sector Financiero<sup>2</sup> indicó que los precios de la deuda pública no responden a mecanismos ni condiciones de mercado, lo cual puede propiciar riesgos sistémicos. Así, la corrección del déficit fiscal debería estar considerada como una prioridad nacional también desde el ámbito de la estabilidad financiera.

<sup>1</sup> Según el Acuerdo Sugef 24-00 *Reglamento para juzgar la situación económica-financiera de las entidades fiscalizadas*, el nivel normal del indicador de morosidad es 3,0%.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional, Informe de país 18/30, abril 2018.

Además, la dolarización financiera que caracteriza al país, si bien ha bajado en la última década, vulnera la solvencia y liquidez del sistema financiero. Una depreciación sustancial del colón podría aumentar la mora (39% del saldo de crédito es en moneda extranjera y de éste el 67% fue canalizado a deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones).

Así, dada la composición de la cartera crediticia, el Conassif, el BCCR y la Sugef han tomado medidas para incentivar una mejor gestión del riesgo por parte de los agentes económicos (deudores y acreedores): estimación genérica de 1,5% sobre créditos en moneda extranjera a deudores con ingresos en colones, provisiones en función de la relación préstamo-valor (LTV), la aplicación de encaje legal a nuevas operaciones de endeudamiento externo y la flexibilidad del régimen cambiario.

El efecto de estas medidas (micro como macroprudenciales)<sup>3</sup> aunado a tasas de interés al alza y la falta de certidumbre sobre la adopción de medidas de ajuste fiscal, se estima influyó en la evolución del crédito al sector privado. Este agregado mostró una clara desaceleración en el primer semestre del año, con variaciones interanuales de 3,9% para el total, 5,8% en colones y 1,1% en dólares (10,2%, 16,8% y 1,8% un año atrás, respectivamente). Como parte del seguimiento que realiza el ente supervisor, recientemente el Conassif decidió atenuar temporalmente el efecto de sus medidas y acordó (artículo 13 del acta de la sesión 1416-2018 del 15 de mayo último):

- Iniciar las estimaciones contracíclicas en 5,0% e incrementarlas gradualmente hasta 7,0% a partir del 1 de junio de 2020.
- Reducir la estimación genérica sobre créditos concedidos en moneda extranjera a deudores con ingresos en colones a 1,0% en junio 2018, 1,25% un año después y retornar a 1,5% a partir del 1 de junio de 2020.
- Posponer la aplicación de la estimación (1% adicional) asociada a un deudor cuando excede los umbrales del indicador prudencial “cobertura del servicio de los créditos directos” (CSD).
- Debido al incremento en los plazos de los créditos, como estrategia para disminuir el monto de la cuota, creó un cargo a capital en función del plazo residual de los créditos (aplica para consumo, tarjetas de crédito, vehículo y vivienda).
- En agosto 2013 se aprobó la implementación de un cargo a capital, con ponderación de 125% sobre el saldo adeudado del deudor de alto riesgo cambiario; sin embargo, como esa exposición afecta a todos los deudores se eliminó este ponderador.

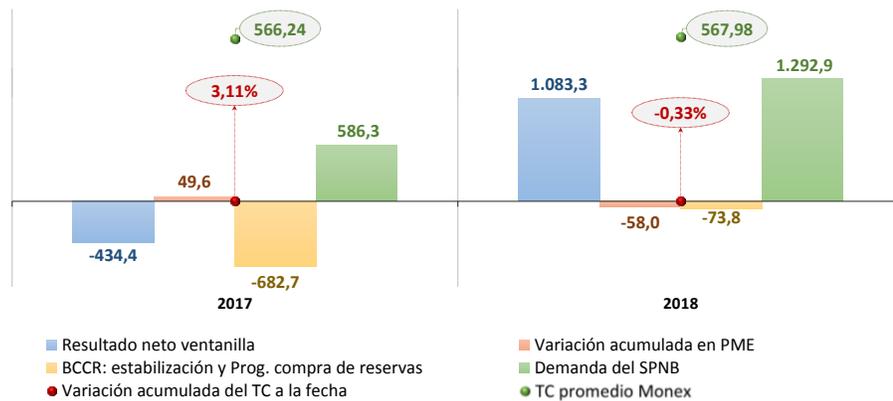
<sup>3</sup> Estimación genérica de 1,5% sobre créditos en moneda extranjera a deudores con ingresos en colones, una ponderación en función de la relación préstamo-valor (LTV) de la exposición y la aplicación de encaje legal a nuevas operaciones de endeudamiento externo.

Por su parte, del mercado cambiario destacó lo siguiente:

- i) El mercado privado de cambios mostró mayor liquidez en esta primera mitad del año (hasta el 20 de julio). El superávit acumulado en ventanillas alcanzó *USD 1.083,3 millones*, mientras que para el mismo período del año anterior fue negativo en *USD 434,4 millones*.
- ii) Ese superávit permitió atender, en gran medida, una demanda de divisas por parte del SPNB mayor a la observada en años anteriores. Al 20 de julio el requerimiento neto de SPNB ascendió a *USD 1.292,9 millones* (*USD 586,3 millones* en 2017), comportamiento influido por el incremento en el precio internacional de los hidrocarburos.

- iii) El tipo de cambio promedio en el Mercado de monedas extranjeras (Monex) mostró una variación acumulada de -0,33% e interanual de -0,87% al 20 de julio, mientras que para igual lapso de 2017 esos referentes alcanzaron 3,1% y 4,3%, respectivamente.

**Gráfico 12. Indicadores acumulados del mercado cambiario y tipo de cambio promedio MONEX<sup>1/</sup>**  
(Primeras 125 sesiones efectivas de cada año. Cifras de 2018 al 20 de julio.)



1/ Información de tipo de cambio al 20/07, "ventanillas y PME al 19/07.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- iv) En línea con los resultados esperados por el Banco Central, los intermediarios cambiarios no realizaron modificaciones significativas en su posición en moneda extranjera.
- v) El BCCR vendió por estabilización, en neto, *USD* 73,8 millones<sup>30</sup>, monto inferior a lo registrado un año atrás (*USD* 682,7 millones); ello puso de manifiesto la relativa estabilidad del mercado cambiario durante el año.

En resumen, el primer semestre de 2018 se caracterizó por un mercado privado de cambios con más liquidez en relación con lapsos similares de años previos, que permitió satisfacer la demanda de SPNB. Como resultado, el tipo de cambio mostró un comportamiento estable. A diferencia de 2017, en el presente año no ha habido episodios de volatilidad significativa ni movimientos no consecuentes con la evolución de los determinantes macroeconómicos, de manera que las operaciones de estabilización requeridas fueron menores.

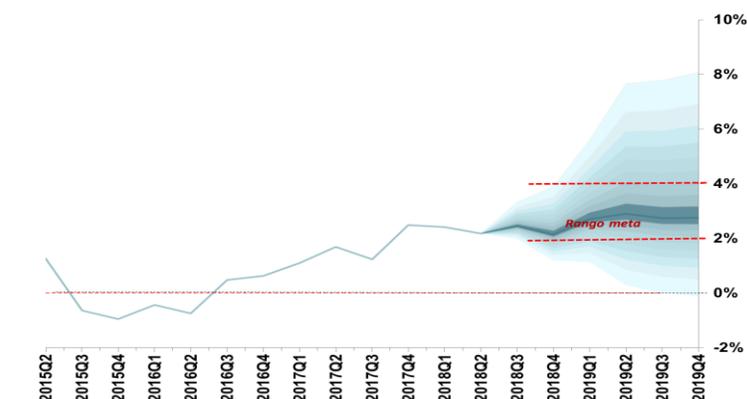
<sup>30</sup> Del total de ventas por estabilización, *USD* 61,3 millones se realizaron en el primer trimestre.

### 3. REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2018-2019

#### 3.1. Objetivos y medidas de política

La inflación general estuvo en el rango meta en la primera parte del año, aunque cercana al límite inferior de ese rango; este comportamiento se estima continuará en lo que resta de 2018, para ubicarse en el 2019 en torno al valor central de la meta. Según sus determinantes macroeconómicos, no habrá presiones inflacionarias por la vía monetaria y ni de demanda agregada y las expectativas de inflación a 12 meses han estado contenidas en el rango objetivo por más de tres años de manera consecutiva.

**Gráfico 13. Proyecciones de inflación**  
Variación % 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. 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.

Como se ha indicado en otras oportunidades, la Junta Directiva del Banco Central reconoce que el principal aporte de la Autoridad Monetaria a la sociedad es preservar la estabilidad de precios, por lo que reitera su compromiso con la meta de inflación de largo plazo definida en 3%, con un margen admisible de desvío de  $\pm 1$  p.p. Las acciones de política en lo que resta del bienio 2018-2019 están encaminadas a cumplir esa meta; de ellas destacan las siguientes:

- i) De manera prospectiva realizará los ajustes requeridos en sus instrumentos de política, para lo cual tomará el estado de la economía en el ciclo económico y valorará en todo momento el impacto de esas medidas sobre otras variables macroeconómicas.

Las decisiones serán tomadas a partir del análisis de la coyuntura y de las perspectivas económicas, del pronóstico y de las expectativas de inflación frente a esa meta y, de si el desvío con respecto a la meta tiene su origen en un choque de oferta transitorio (por ejemplo, incremento o reducción en el precio de las materias primas en los mercados internacionales).

- ii) Continuará con una gestión activa de su deuda, procurando la coordinación con el Ministerio de Hacienda.
- iii) Participará en el mercado cambiario como agente del SPNB, para atender requerimientos propios o con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, de forma tal que esas acciones no interrumpen la tendencia que dictan las variables fundamentales de este macroprecio.
- iv) Mejorará el servicio de prestamista de última instancia en moneda nacional, en lo relacionado con el marco normativo, procedimientos y recursos dispuestos por el Banco Central, para apoyar a entidades financieras solventes que enfrenten episodios transitorios de relativa iliquidez.
- v) Promoverá la mejora continua en los procesos operativos de los mercados de negociación en los que el BCCR participa (Monex, MIL y mercado de deuda).
- vi) Continuará con el seguimiento a las estrategias de posición en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios, de manera que éstas no induzcan movimientos en el mercado cambiario que propicien inestabilidades en los flujos de divisas y en los tipos de cambio.

### 3.2. Proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Para el bienio 2018-2019 se espera continúe la recuperación de las condiciones económicas mundiales.

En particular: i) el crecimiento económico se estabilizará en torno a 3,9%, ii) en la mayoría de economías avanzadas la inflación se mantendría en torno a la meta, aun cuando está previsto el incremento en el precio de materias primas (petróleo, en especial) y, iii) los mercados financieros mostrarán relativa estabilidad, en un contexto de gradual normalización de la política monetaria en economías avanzadas.

**Cuadro 6. Principales variables internacionales**

	Porcentajes		Proyecciones	
	2016	2017	2018	2019
<b>Crecimiento del producto</b>				
<b>Mundial</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Economías avanzadas	1,7	2,4	2,4	2,2
Estados Unidos	1,5	2,3	2,9	2,7
Zona del euro	1,8	2,4	2,2	1,9
Mercados emergentes y en desarrollo	4,4	4,7	4,9	5,1
China	6,7	6,9	6,6	6,4
América Latina y Caribe	-0,6	1,3	1,6	2,6
Brasil	-3,5	1,0	1,8	2,5
<b>Costa Rica <sup>1/</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
<b>Principales mercados de exportación <sup>2/</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
<b>Inflación mundial (IPC) fin de periodo</b>				
Economías avanzadas	1,5	1,7	2,0	2,0
Mercados emergentes y en desarrollo	4,2	4,3	4,6	4,4
Socios comerciales, promedio <sup>3/</sup>	1,7	2,4	3,0	2,9
<b>Precio del petróleo (USD) <sup>4/</sup></b>	<b>53,1</b>	<b>62,9</b>	<b>79,7</b>	<b>76,6</b>
<b>Variación términos de intercambio</b>	<b>3,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,5</b>
<b>Libor 6 meses</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>

<sup>1/</sup> Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.

<sup>2/</sup> Ponderado por los flujos de exportación acumulados a abril de 2018.

<sup>3/</sup> Ponderada por la importancia en el comercio.

<sup>4/</sup> Corresponde al precio por barril de producto terminado importado por Costa Rica, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen de USD 12 por barril (diferencia histórica entre el precio del crudo y del valor de producto terminado).

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del FMI (Julio 2018) y Bloomberg.

El programa macroeconómico 2018-19 contempló aumentos en el PIB para el 2018 y el 2019 de 3,6% y 3,9%, respectivamente. Con cifras observadas al primer semestre, los pronósticos apuntan a incrementos en la actividad económica de 3,2% para 2018 y 3,4% para 2019, valores inferiores al promedio de los últimos cuatro años (3,7%).

La proyección de crecimiento local para 2018 fue revisada a la baja básicamente en el componente de demanda interna. La evolución de la demanda interna estaría influida por la incertidumbre que generó el proceso electoral reciente y el futuro de una eventual reforma fiscal. Se estima que estos elementos minaron la confianza de los agentes económicos, lo que unido a la pérdida en términos de intercambio afectaron el ingreso nacional disponible bruto y el consumo de los hogares. Además, las medidas administrativas anunciadas por el Gobierno se estarían manifestando en menor aumento en el consumo.

Las proyecciones para el bienio apuntan a que la expansión de la producción sería sustentada por el gasto interno y, en menor medida, por la expansión de la demanda externa de bienes y servicios.

Por componentes del gasto, se estima que la demanda interna crecería 2,3% y 3,6% en el 2018 y 2019, respectivamente. En ambos años el crecimiento sería determinado por el mayor aporte del consumo privado, la recuperación de la inversión y el gasto público. Lo anterior, es congruente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

El aumento en el consumo por tipo de bien estaría explicado por bienes no duraderos (productos alimenticios), así como por servicios de salud, transporte y enseñanza.

El gasto en consumo de Gobierno se estima crecerá 2,1% y 1,9% en 2018 y 2019, en ese orden, comportamiento que pone de manifiesto las medidas de contención del gasto (en compras de bienes y servicios y contratación en las plazas vacantes) anunciadas por el Poder Ejecutivo.

Por su parte, se prevé la recuperación de la inversión; luego de la caída de 4,7% en 2017, crecería 2,3% y 6,5% en el bienio proyectado. Cabe resaltar que la aceleración esperada para 2018 respondería al avance de la inversión privada (residencial y no residencial); en 2019, adicionalmente, se espera el inicio de las obras de la ruta 32, la continuación de proyectos de infraestructura de acueductos y alcantarillado sanitario y la expansión de proyectos de generación eléctrica y obras de ampliación de capacidad de almacenamiento de combustibles.

En cuanto al volumen de ventas al exterior, se prevé para el 2018-2019 un incremento anual de 4,6%<sup>31</sup>, acorde con la evolución de las actividades económicas que se dedican a la exportación.

**Cuadro 7. Demanda y oferta globales a precios de año anterior encadenado, referencia 2012**  
-variación porcentual interanual-

	2017	Proyecciones	
		2018	2019
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
<b>1 Demanda interna</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>
a. Consumo privado	2,9	2,8	3,6
b. Consumo de gobierno	3,1	2,1	1,9
c. Inversión	-4,7	2,3	6,5
d. Variación de inventarios (% PIB)	1,0	0,8	0,8
<b>2 Exportaciones</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>
Bienes	6,3	5,1	4,8
Servicios	3,4	3,9	4,2
<b>3 Importaciones</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>5,0</b>
Bienes	1,1	1,5	4,6
Servicios	7,6	4,7	6,6

Fuente: Banco Central de Costa Rica

<sup>31</sup> Se espera una mayor demanda externa de productos manufacturados tanto en empresas de regímenes especiales como del régimen definitivo. En este último caso explicadas por ventas de productos alimenticios, productos farmacéuticos y de papel, adicionalmente, el mayor volumen de

Las importaciones crecerían en términos reales 2,1% y 5,0% en el bienio. La desaceleración contemplada para el año en curso supone, principalmente, una contención por servicios de viaje en el turismo emisor y de servicios de telecomunicaciones, informática e información, además de una menor importación en la cantidad de hidrocarburos; en tanto, el repunte de las importaciones en 2019 sería explicado por las compras de materia prima para la manufactura, bienes de consumo y de capital.

Para el 2018-2019 se proyecta un crecimiento en el ingreso nacional disponible de 1,8% y 3,6%, debido a la evolución esperada del PIB, toda vez que, para el 2018 la pérdida prevista en los términos de intercambio es de 3,1%, por la relación negativa en los precios de bienes (-4,1%)<sup>32</sup> ya que la de servicios permanecerá sin cambio (-0,2%). Para el 2019 está prevista una mejora de 0,5% en los términos de intercambio de bienes y servicios.

Por industrias, el crecimiento de la producción en los siguientes dos años estaría liderado por el aporte de los servicios (profesionales, científicos, técnicos y de apoyo a empresas, enseñanza y atención de la salud<sup>33</sup>). Se estima que la industria manufacturera crecerá 3,4% y 3,2% para el 2018 y 2019 respectivamente.

Dado el pronóstico de PIB mundial, el impulso en 2018 y 2019 se sustenta en la actividad productiva de las empresas adscritas a regímenes especiales de comercio que producen para el mercado externo, y, en menor medida, en el incremento en la producción de empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno. En 2019 el crecimiento estaría sustentado en la evolución de la demanda por equipos e implementos médicos producidos al amparo

**Cuadro 8. PIB y valor agregado por industria**

-variación porcentual interanual-

	2017	Proyecciones	
		2018	2019
<b>Producto Interno Bruto real</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
Agricultura, silvicultura y pesca	4,1	2,2	2,3
Manufactura	3,4	3,4	3,2
Construcción	-5,5	4,7	3,2
Comercio y reparación de vehículos	3,1	2,4	2,7
Información y comunicaciones	5,1	5,1	5,0
Actividades financieras y de seguros	6,2	4,4	4,5
Activ. prof., científicas, técnicas, administrativas y serv. apoyo empresas	6,6	4,8	4,8
Enseñanza y atención de la salud	2,7	2,9	2,9
Resto <sup>1/</sup>	2,8	2,4	3,2

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica

producción exportable de piña se prevé mantenga el dinamismo de años previos, sustentado en la aplicación de mejores prácticas en el control de plagas y enfermedades.

<sup>32</sup> Supone un incremento mayor al previsto en enero pasado en los precios de importaciones, aunado a la disminución en los precios de exportaciones. En el primero de los casos lidera el aumento en el precio de hidrocarburos (27,4%), en tanto que en exportables domina la reducción en el precio de bienes manufacturados y agropecuarios.

<sup>33</sup> El dinamismo de la demanda interna, explicaría el aumento esperado de la actividad de educación y salud.

de regímenes especiales, así como de las ventas de empresas del régimen definitivo con orientación al mercado externo.

La actividad financiera y de seguros crecería en el bienio 4,4% y 4,5%, respectivamente, el mayor aporte a la tasa de variación anual estaría sustentado en los ingresos por comisiones financieras, así como por los servicios originados por las operaciones de crédito y depósitos a la vista y seguros. Este comportamiento considera el efecto de una expectativa de mayores tasas de interés en moneda nacional y extranjera.

Se estima que la actividad de la construcción recuperará en 2018 (4,7% contra -5,5% en 2017), debido al aumento en obras civiles con destino privado (5,5%), residenciales como no residenciales, así como en la construcción con destino público, cuya tasa se prevé en 1,8%, asociada al avance en obras relacionadas con el sistema de distribución y comercialización eléctrica e infraestructura educativa. Este incremento sería compensado por el aporte negativo del efecto base generado por la fase final de las obras de la Terminal de Contenedores de Moín, prevista para 2019.

Para el 2019 el pronóstico apunta a que la actividad continuaría con una expansión moderada (3,2%), mayoritariamente por el comportamiento de la inversión privada y de la inversión en infraestructura pública. La inversión pública incorpora proyectos de acueductos y alcantarillados, generación de energía eléctrica proveniente de fuentes hídricas y geotérmicas, obras viales y de obras de mejoramiento en facilidades portuarias y capacidad de almacenamiento de combustibles (hidrocarburos y gas licuado LPG).

Para la actividad agropecuaria se estiman variaciones de 2,2% y 2,3%, en 2018 y 2019, en ese orden. La moderación en el 2018 es explicada tanto por factores de la demanda interna como de oferta, estos últimos por las condiciones climatológicas adversas de los últimos meses de 2017 (tormenta tropical Nate) que afectaron el área cultivable de productos de ciclo corto (arroz y hortalizas) y por la reducción de la oferta exportable de banano<sup>34</sup>. Sin embargo, la demanda externa por productos agrícolas se estima positiva. El crecimiento previsto para 2019 estaría explicado por los esfuerzos para exportar piña a nuevos mercados (China<sup>35</sup>, Israel y Perú); la recuperación en la productividad por hectárea de banano y la mayor actividad pecuaria.

---

<sup>34</sup> La productividad por hectárea en banano (calidad y cantidad) fue afectada negativamente por condiciones climáticas (bajas temperaturas) en los primeros meses del año.

<sup>35</sup> La primera exportación de piña a China fue en junio de 2017.

## Recuadro 2. Gráfico de abanico con bandas asimétricas para el pronóstico del crecimiento en Costa Rica

El esquema de política monetaria de metas de inflación es de naturaleza prospectiva, de modo que al decidir sus acciones de política para mantener la inflación futura en el rango meta, un banco central considera el tiempo que toma la política monetaria en tener efecto. Esto implica que las autoridades incorporan en sus decisiones las mejores previsiones disponibles de la evolución de las variables económicas relevantes. Dado que en el corto plazo la inflación responde a presiones de demanda, con el propósito de prever posibles movimientos de la inflación asociados con el nivel de la actividad económica, las estimaciones de crecimiento resultan una herramienta útil. En este recuadro se explica brevemente el proceso de construcción de un gráfico de abanico con bandas asimétricas para el pronóstico que hace el BCCR del crecimiento de la actividad económica. Su objetivo es brindar la mejor evaluación posible de los riesgos de error que afronta ese pronóstico. El BCCR ya publica este tipo de gráficos para sus pronósticos de inflación y de inflación subyacente.

Toda estimación es un ejercicio que implica algún grado de incertidumbre, que es recomendable hacer explícita. La mayoría de pronósticos utilizados en bancos centrales provienen de modelos de naturaleza estadística, en los que el grado de incertidumbre suele expresarse en términos del error estándar para la proyección. Estos errores estándar no son fijos sino que usualmente son mayores cuanto más lejano es el horizonte. Así, una práctica para representar la incertidumbre asociada es usar esos errores para generar bandas de predicción alrededor de la estimación. Estas bandas pueden tener varias amplitudes que reflejan los niveles de incertidumbre en cada caso. Por ejemplo, se puede generar bandas de amplitudes tales que incluyan el verdadero valor de la variable pronosticada con una probabilidad de 70%, 90% y así sucesivamente. Para construir estas bandas es común suponer una distribución de probabilidad para los datos<sup>1</sup>.

En un gráfico de abanico se presenta una estimación central y un grupo de bandas para varios niveles de probabilidad ubicadas en torno a él. En algunos casos las bandas se ubican simétricamente alrededor del pronóstico, lo cual implica la misma probabilidad de que la variable difiera de la proyección hacia arriba como hacia abajo, esto es, el riesgo de error es el mismo hacia arriba que hacia abajo. Este tipo de gráficos, derivados de distribuciones de probabilidad simétricas, no permiten representar riesgos no balanceados para los desvíos. Por esta razón se construyen gráficos de abanico con bandas asimétricas, para representar diferencias en las posibles presiones al alza o a la baja sobre el pronóstico. Por ejemplo, si la mayor parte de una banda se ubica por encima del pronóstico, eso implica que se considera más probable que la variable difiera de éste hacia arriba (es decir, el riesgo es mayor hacia arriba).

Con el fin de generar las bandas de confianza asimétricas se realiza un ejercicio denominado balance de riesgos. En primer lugar, se determina un grupo de variables (llamadas factores) que influyen en la evolución del crecimiento, y se obtienen estimaciones para ellas para los horizontes relevantes. El objetivo es evaluar los riesgos de error en los pronósticos de los factores, lo que se usa para obtener una evaluación de los riesgos para el valor central.

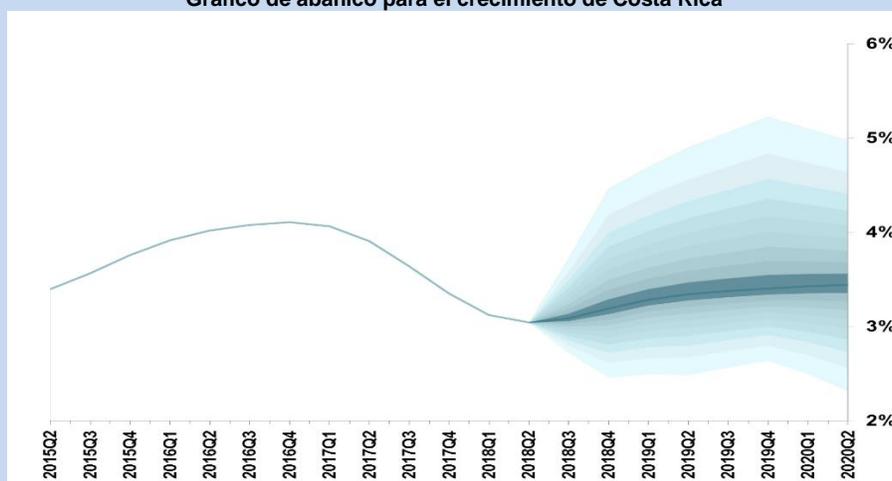
<sup>1</sup> Una distribución de probabilidad describe el rango de valores que una variable podría tener y la probabilidad de que el valor de esa variable esté contenido en algún intervalo de ese rango de valores.

En el caso del gráfico de abanico del crecimiento para Costa Rica, los factores son la actividad económica de EUA, los términos de intercambio, la variación del precio del petróleo, la variación del tipo de cambio real, las tasas de interés locales en términos reales (Tasa de política monetaria y Tasa básica pasiva) y la Libor a 6 meses también en términos reales. Así, mediante el uso de información relevante y el criterio del analista, se determina la probabilidad de que el valor efectivo de cada factor difiera de su valor pronosticado. Además, si existiera una justificación, es posible ajustar la incertidumbre calculada para todos los pronósticos. A partir de las probabilidades y de las medidas de incertidumbre ajustadas se calculan indicadores del sesgo de cada factor. Este sesgo indica hacia dónde se concentraría la mayoría de valores posibles de cada factor con respecto a su pronóstico, es decir, indica si los riesgos de error son a la baja o al alza.

Para determinar hacia dónde es más probable que difiera el pronóstico del crecimiento se agregan los sesgos de cada factor en una sola medida ponderada de sesgo. Como ponderador de cada sesgo se usa el valor de la respuesta del crecimiento en los períodos siguientes a un cambio en el factor correspondiente. Estos valores vienen de un análisis de impulso-respuesta basado en un modelo de la economía costarricense. Finalmente, los valores que delimitan las bandas se calculan con la distribución de probabilidad normal de dos partes. Los parámetros de esta distribución asimétrica son la moda, correspondiente al pronóstico del crecimiento, y dos desviaciones estándar calculadas a partir del sesgo agregado, una para valores mayores a la moda y otra para valores menores a ella<sup>2</sup>.

El gráfico de abanico para las proyecciones de crecimiento que realiza el BCCR (gráfico 1.1) sugiere que durante el horizonte de la programación macroeconómica, la valoración de riesgos indica que es más probable que el valor efectivo sea superior a lo que indica el pronóstico<sup>3</sup>.

**Gráfico 2.1**  
**Gráfico de abanico para el crecimiento de Costa Rica**



Se estima que el crecimiento efectivo para el 2018 se ubicaría entre 3,1% y 3,3% con un 10% de probabilidad y entre 2,5% y 4,5% con 90% de probabilidad. En tanto que, para el año 2019, los rangos correspondientes son [3,3%, 3,6%] y [2,6%, 5,2%].

<sup>2</sup> Para profundizar en los detalles metodológicos de la construcción de un gráfico de abanico, ver: Rodríguez Vargas, Adolfo (2010). Construcción de gráficos de abanico con bandas asimétricas: una aplicación para el pronóstico de inflación en Costa Rica. Documento de Investigación 06-2010, Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

<sup>3</sup> El gráfico muestra las bandas de predicción para el crecimiento a lo largo del horizonte incluido. La banda más oscura alrededor de la proyección central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras añade 10% hasta alcanzar 90% de probabilidad.

Las previsiones para las transacciones del país con el resto del mundo para 2018 y 2019 muestran un endeudamiento neto con respecto al PIB de 3,2% y 3,1% respectivamente, que sería financiado con recursos de largo plazo, particularmente de inversión directa. En el bienio 2018-2019 el ahorro externo canalizado hacia el país excedería el déficit de cuenta corriente, lo que propiciaría el incremento de los activos de reserva de *USD* 1.087 millones y *USD* 97 millones en cada año.

La cuenta corriente presentaría déficit de 3,3% y 3,1%% en ese mismo orden. Este resultado estaría asociado al aumento en el valor esperado de las compras externas superior al de las exportaciones.

Para el lapso 2018-2019, se espera que las importaciones crezcan 5,7% y 5,3% respectivamente (en términos reales tasas de 1,1% y 4,6%). En el régimen definitivo (sin hidrocarburos), sobresalen particularmente los bienes de consumo y materias primas, así como mayores compras de las empresas de los regímenes especiales. En 2018 se espera un incremento de la factura petrolera de 24,7%, explicado, particularmente, por el alza de 26,7% en el valor unitario del barril, toda vez que la cantidad de barriles importados se espera caiga 1,6%. En 2019 está prevista una disminución de 5,3% en la factura petrolera, asociada con una reducción en precios y cantidad de 3,9% y 1,5%, en ese orden.

Por su parte, el valor de las exportaciones aumentaría 5,8% en ambos años (5,2% y 4,8% en términos reales), acorde con la mejora en las previsiones de crecimiento mundial. Lo anterior estaría vinculado con el aumento en las ventas externas de empresas de regímenes especiales y, en menor medida, de aquellas del régimen definitivo, en especial, productos manufacturados y de origen agrícola.

**Cuadro 9. Balanza de Pagos <sup>1/</sup>**-millones de *USD* y % PIB-

	2017	Proyecciones	
		2018	2019
<b>I Cuenta corriente</b>	-1.692	-1.971	-1.992
A. Bienes	-5.180	-5.466	-5.688
Hidrocarburos	1.371	1.709	1.618
B. Servicios	5.931	6.282	6.586
C. Ingreso Primario	-2.949	-3.280	-3.385
D. Ingreso Secundario	507	493	495
<b>II Cuenta de Capital</b>	41	33	34
<b>Préstamo neto (+) /</b>			
<b>Endeudamiento neto (-)</b>	-1.651	-1.938	-1.958
<b>III Cuenta financiera</b>	-1.233	-3.025	-2.055
Sector Público	-143	-904	-83
Sector Privado	-1.090	-2.121	-1.972
Inversión Directa	-2.856	-2.711	-2.924
<b>IV Activos de reserva</b>	-419	1.087	97
<b>Relaciones respecto al PIB</b>			
Cuenta Corriente	-2,9	-3,3	-3,1
Cuenta de Bienes	-9,0	-9,0	-9,0
Balance de Servicios	10,3	10,4	10,4
Ingreso Primario	-5,1	-5,4	-5,4
Cuenta Financiera	-2,1	-5,0	-3,2
Inversión Directa	-4,9	-4,5	-4,6
Saldo RIN	12,4	13,6	13,2

1/ Datos estimados.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el período 2018-2019 el aporte neto de la cuenta de servicios continuaría positivo, con superávit de 10,4% del PIB en cada año. El balance positivo seguiría superando el déficit comercial de bienes y, como ha sido característico en los últimos años, destacaría el aporte del turismo receptivo, los servicios de apoyo empresarial y de telecomunicaciones, además de informática e información.

El pago neto a los factores productivos mostraría un incremento en los recursos enviados al exterior del orden de 11,2% y 3,2% en el bienio 2018–2019, atribuido principalmente a mayores intereses de la deuda pública externa y de la inversión directa en la forma de erogaciones por renta de la inversión. En igual período, las previsiones para la cuenta de ingreso secundario mostrarían superávit en torno a *USD* 500 millones.

En lo que respecta a la cuenta financiera, las previsiones indican que para el lapso 2018-2019 se contaría con recursos suficientes de largo plazo para financiar el endeudamiento neto de la economía, principalmente, bajo la modalidad de inversión directa.

Para 2018, las previsiones indican que los flujos netos al sector público se ubicarían en torno a *USD* 904 millones, destacando el ingreso del préstamo por *USD* 1.000 millones para apoyo a la balanza de pagos otorgado por el FLAR al BCCR, mientras que en el sector privado el financiamiento externo neto se ubicaría en *USD* 2.121 millones. Ambos efectos llevan a un aumento en el saldo de los activos de reserva de *USD* 1.087 millones. Para 2019 está previsto un ingreso menor de ahorro externo tanto hacia el sector público como al privado, principalmente, el sector no financiero, lo que propiciaría una acumulación menor de activos de reserva (por alrededor de *USD* 100 millones).

Por otra parte, se prevé un déficit para el Sector Público Global Reducido de 6,7% y 6,9% del PIB para 2018-2019 y, en el caso particular del Gobierno Central de 7,2% y 7,5%, en ese orden. Las previsiones de este Programa no contemplan la aprobación de reformas fiscales durante este bienio y suponen que la Tesorería Nacional continuará atendiendo los requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación de bonos de deuda interna.

Por su parte, el Banco Central generaría déficit financiero anual en torno a 0,4% del PIB en 2018-2019; en tanto que el resto del sector público no financiero continuaría con resultados superavitarios de 0,9% del PIB en cada año.

Dada la trayectoria creciente de la deuda pública, el financiamiento del déficit fiscal acentuaría ese comportamiento, lo que constituye el principal riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y por ende, para la estabilidad macroeconómica del país. Esa competencia por fondos prestables no solo restringe el acceso a crédito por parte del sector privado sino también podría limitar el margen de acción del Banco Central.

Esta situación hace urgente la búsqueda de consenso en el Congreso para la aprobación de reformas propuestas que procuren una solución al problema estructural de las finanzas públicas (contención de gasto y aumento en los ingresos) y detener la trayectoria creciente de la razón deuda a PIB.

Los costos de la inacción son muchos: presiones al alza en las tasas de interés, incremento en la percepción de riesgo país, estrujamiento del crédito al sector privado, reducción en la rentabilidad de la inversión en capital físico y humano, desestimulo al ingreso de capital por inversión extranjera directa y presiones alcistas en inflación. Esas condiciones tienen efectos directos y negativos sobre los flujos de inversión, el crecimiento económico, la generación de empleo y, en general, sobre el desarrollo económico y el bienestar de la sociedad costarricense.

Dada la meta de inflación, el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo y el financiamiento requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crecerá en torno a 12% anual. Ello lleva a una disponibilidad de fondos prestables para la economía que permitiría que el crédito al sector privado crezca alrededor de 5,0% en 2018 y 6,8% un año después.

Es de esperar que las medidas adoptadas en años recientes por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y el Banco Central incentiven la preferencia por operaciones denominadas en colones. Esta condición estaría apoyada en el proceso gradual de internalización del riesgo cambiario por parte de los agentes económicos.

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

**Cuadro 10. Principales variables macroeconómicas \*/**

	2017	2018	2019
<b>PIB (miles de mill de ¢)</b>	32.799	34.589	36.922
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	3,3	3,2	3,4
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	1,9	1,8	3,6
<b>Tasa de desempleo <sup>1/</sup></b>	9,4	10,3	
<b>Inflación (meta interanual)</b>			
Variación de IPC	2,6	3% (±1 p.p.)	
<b>Balanza de Pagos (% PIB)</b>			
Cuenta corriente	-2,8	-3,3	-3,1
Cuenta comercial (% PIB)	-9,0	-9,0	-9,0
Cuenta financiera	-2,0	-5,0	-3,2
Inversión Directa	-4,9	-4,5	-4,6
Saldo RIN (% PIB)	12,4	13,6	13,2
<b>Sector Público Global Reducido (% PIB) <sup>2/</sup></b>			
<b>Resultado Financiero</b>	-5,6	-6,7	-6,9
Gobierno Central	-6,2	-7,2	-7,5
Resto SPNF	1,0	0,9	0,9
BCCR	-0,4	-0,4	-0,3
<b>Deuda Gobierno Central (% PIB) <sup>3/</sup></b>	49,1	53,8	58,4
<b>Agregados monetarios y crediticios (Variación %) <sup>4/</sup></b>			
Liquidez total (M3)	9,0	7,8	7,7
Riqueza financiera total	11,9	12,3	12,1
Crédito al sector privado	7,0	5,0	6,8
<i>Moneda nacional</i>	11,8	7,6	10,4
<i>Moneda extranjera</i>	0,3	1,0	1,0

\*/ Estimaciones 2018 y proyecciones 2019.

<sup>1/</sup> Al IV trim-2017 y I trim-2018, según Encuesta Continua de Empleo.

<sup>2/</sup> Estimaciones del Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

<sup>3/</sup> Estimación Modelo de Sostenibilidad Fiscal, Banco Central de Costa Rica.

<sup>4/</sup> Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

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

### 3.3. Balance de riesgos

Estas proyecciones macroeconómicas parten de la mejor información disponible a julio de 2018. El Banco Central reconoce que existen eventos provenientes del contexto internacional y factores internos que restan grados de libertad a la política monetaria y que, de materializarse, podrían generar desvíos en estas previsiones.

En el campo externo destacan:

- a) *Menor crecimiento de la economía mundial.* Si bien las estimaciones para el bienio 2018-2019 mejoran con respecto al ejercicio de enero pasado, persisten riesgos a la baja, entre los cuales destacan:
  - i) El incremento de medidas proteccionistas por parte de EUA y represalias comerciales de los países afectados podrían incidir adversamente en el crecimiento económico global y generar volatilidad en los mercados financieros internacionales, con efectos adversos sobre flujos de capital, tipos de cambio y tasas de interés.
  - ii) Aumentos en las tasas de interés por parte del Sistema de la Reserva Federal de EUA mayores a los previstos por el mercado, encarecerían las fuentes de financiamiento. En general condiciones monetarias menos holgadas en economías avanzadas incidirían negativamente sobre la actividad económica.

Una reducción de la demanda externa, no compensada por la demanda interna llevaría a un PIB menor al proyectado y a una reducción de la presión inflacionaria ante una brecha del producto más negativa.

Además, la crisis socio-política que experimenta Nicaragua desde el segundo trimestre de este año ya se manifiesta en la desaceleración de los flujos comerciales con Centroamérica. De continuar esta situación, acrecienta el riesgo de una menor demanda externa, con las implicaciones antes comentadas.

- b) *Precios internacionales de materias primas.* Las proyecciones incorporan una recuperación en la cotización de las materias primas, en especial hidrocarburos. La evolución del precio de las materias primas podría ubicarse por debajo de lo supuesto si se materializa un menor crecimiento mundial; no obstante a su vez se reconoce que los mercados de materias primas son altamente volátiles y sensibles a choques de oferta y eventos geopolíticos. Dado lo anterior, la orientación a la baja o al alza sobre la proyección de inflación estará en función de cuál efecto prevalezca.

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

- a) *Déficit del Gobierno Central.* La no aprobación de medidas de reforma fiscal llevaría a que el déficit del Gobierno Central acelere. Si este déficit aumenta por encima de lo considerado en este ejercicio, la presión al alza en las tasas de interés locales sería más intensa, afectando negativamente el nivel de la inversión privada y por ende la actividad económica.
- b) *Depreciación del colón.* Ajustes al alza en las tasas de interés internacionales mayores a los incorporados en este ejercicio podría llevar a reversiones en los flujos de capitales, en mayor medida, en las economías emergentes y en vías de desarrollo, lo que generaría presión para la depreciación de sus monedas, de lo cual Costa Rica no estaría exenta.

Una depreciación del colón quedaría de manifiesto en mayores precios locales para las materias primas y alimentos importados, además, según sea su magnitud, tendería a manifestarse en las expectativas de variación cambiaria, con posibles efectos de segunda ronda sobre las expectativas de inflación y finalmente en la inflación.

- c) *Mayores expectativas de inflación.* Si bien a junio de 2018 cumplieron más de tres años contenidas en el rango meta, el riesgo de mayor efecto de inflación importada sobre los precios locales (en especial del petróleo) y la ausencia de una solución estructural para las finanzas públicas podrían desviarlas del rango meta y provocar presiones adicionales sobre la proyección central de inflación (efectos de segunda ronda).
- d) *Choques de oferta de origen interno asociadas a condiciones climáticas adversas,* con implicaciones sobre el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.