BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Revisión Programa Macroeconómico 2019-2020

Junta Directiva

Presidente

Rodrigo Cubero Brealey

Ministra de Hacienda

María del Rocío Aguilar Montoya

Directores

Miguel Cantillo Simón

Silvia Charpentier Brenes

José Francisco Pacheco Jiménez

Martha Eugenia Soto Bolaños (Vicepresidenta)

Max Alberto Soto Jiménez

ÍNDICE

1. Presentación 1
2. La economía en síntesis: Primer semestre del 2019 y perspectivas 5
3. Situación macroeconómica en el primer semestre de 2019 9
3.1. Economía internacional 9
Recuadro 1. Tensiones comerciales: Implicaciones sobre el comercio internacional, la inversión y los mercados financieros 13
3.2. Economía nacional 15
3.2.1. Actividad económica y empleo 15
3.2.2. Balanza de pagos 19
3.2.3. Finanzas públicas 21
3.2.4. Inflación 24
3.2.5. Política monetaria 26
Recuadro 2. La función contracíclica de la política monetaria 27
3.2.6. Tasas de interés 28
3.2.7. Agregados monetarios y crédito al sector privado 30
Recuadro 3. Comportamiento del crédito al sector privado 32
3.2.8. Mercado cambiario 34
4. Perspectivas macroeconómicas 2019-2020 36
4.1. Perspectivas para la economía internacional: Periodo 2019-2020 36
Recuadro 4. Revisiones a la baja del crecimiento económico mundial 37
4.2. Proyecciones para la economía nacional: Periodo 2019-2020 40
4.2.1. Producción e ingreso disponible 40
4.2.2. Balanza de pagos 45
Recuadro 5. Impacto sobre tasas de interés del acceso del Gobierno Central al financiamiento en mercados internacionales 47
4.2.3. Finanzas públicas 51
Recuadro 6. La regla fiscal en Costa Rica 53
4.2.4. Agregados monetarios y crédito al sector privado 56
4.2.5. Inflación 57
4.2.6. Resumen de las principales proyecciones macroeconómicas 58
5. Objetivos y medidas de política 59
6. Análisis de riesgos 60
7. Anexo: Seguimiento de los riesgos Programa Macroeconómico 2019-2020. 64

REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2019-2020[1]

1. Presentación

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

Es importante entender de qué trata y de qué no trata el Programa Macroeconómico y su revisión en julio. La programación macroeconómica es un ejercicio mediante el cual el Banco Central hace un diagnóstico de la situación externa e interna y, con la mejor información disponible, realiza sus proyecciones macroeconómicas, evalúa el rango para su meta de inflación y plantea los lineamientos de política monetaria que ha de seguir para el cumplimiento de esa meta. En el Programa Macroeconómico, pues, el Banco Central se enfoca en un análisis de la realidad macroeconómica y toma una posición de política monetaria. Por otra parte, este documento no tiene por fin hacer un análisis exhaustivo de todas las políticas y medidas que el Banco Central ha adoptado o piensa adoptar en relación con otras funciones que la ley le asigna, como la promoción de la estabilidad y eficiencia del sistema financiero o la profundización del sistema de pagos.

La economía costarricense enfrenta un contexto externo e interno difícil. Después de la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas en diciembre pasado, se restableció gradualmente la calma y la confianza en los mercados financieros internos y hubo una reducción de la prima por riesgo en los mercados externos. Esta mejora se manifestó, entre otros, en un mayor acceso del Gobierno al financiamiento interno, en condiciones más favorables, y en la estabilización del mercado cambiario.

Sin embargo, la producción continuó desacelerándose en esta primera mitad del presente año, el desempleo permanece en niveles muy altos, y el empleo informal aumentó en comparación con el primer trimestre de 2018.

Una parte importante de este deterioro se debe a que el entorno internacional ha sido adverso. En primer lugar, la economía mundial se está desacelerando, especialmente por el aumento de las disputas comerciales entre Estados Unidos de América (EUA) y China, la incertidumbre sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea, y la ralentización del comercio mundial. De hecho, los organismos internacionales y muchos bancos centrales han empezado a rebajar las proyecciones de crecimiento mundial y de sus propios países.

[1] Aprobada mediante artículo 12 del acta de la sesión 5886-2019, del 17 de julio de 2019.
[2] De acuerdo con lo dispuesto en el literal b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558), en julio de cada año esta entidad presenta la revisión de su programación macroeconómica. Este documento atiende, además, lo indicado en el literal f) del artículo 14 de la Ley 7558, que establece la publicación de un informe semestral sobre la economía costarricense.

En respuesta a la desaceleración mundial, los principales bancos centrales del mundo han relajado su postura de política monetaria, reduciendo tasas de interés directamente o anunciando una trayectoria más baja para las tasas futuras. La expectativa de tasas de interés más bajas y condiciones financieras internacionales más favorables han operado como un mitigador de la desaceleración mundial.

Por otra parte, los términos de intercambio de la economía nacional (es decir, la relación de los precios de exportación a los precios de importación) han sido peores de lo previsto en enero pasado. Esto se explica por el hecho de que los precios de algunos importantes productos de exportación costarricense han caído en los mercados internacionales, notablemente los de la piña y el café, mientras que los precios del petróleo han aumentado en relación con su nivel a fines de 2018 (aunque la caída reciente representa un alivio). El menor nivel de los términos de intercambio en comparación con lo previsto, originado en factores externos, afecta el poder adquisitivo de los costarricenses.

En nuestro entorno regional, la situación político-social y económica en Nicaragua, que atraviesa una profunda recesión, también ha golpeado fuertemente las exportaciones costarricenses a ese país y a otros de Centroamérica.

Además, la actividad económica ha sido afectada por condiciones climáticas que han impactado adversamente al sector agrícola.

En resumen, en lo que transcurre de este año la economía costarricense ha estado navegando contra fuertes corrientes adversas, externas o climáticas; más adversas, de hecho, que lo previsto en el Programa Macroeconómico en enero de este año.

Sin embargo, la actividad económica nacional también ha sido afectada por factores domésticos. En particular, a pesar de la mayor confianza y tranquilidad que se percibe en los mercados financieros nacionales después de la aprobación de la reforma fiscal, esa confianza no se ha manifestado aún en mejoras tangibles en el consumo o la inversión. De hecho, las encuestas siguen mostrando niveles altos de desconfianza, incertidumbre y pesimismo entre los consumidores y los inversionistas.

Si bien las perspectivas fiscales de mediano y largo plazo son ahora mejores que antes de la reforma, el factor fiscal sigue generando inquietud. Esa inquietud parece derivarse principalmente de dos factores: la incertidumbre que expresan muchos agentes económicos en relación con el impacto que sobre su situación individual tendría la entrada en vigencia de las nuevas disposiciones tributarias, y el hecho de que, aun si se implementan en forma plena las disposiciones de la ley de reforma fiscal, tomará varios años para que se equilibren las finanzas públicas y se estabilice la razón deuda del Gobierno Central/PIB (tal y como hemos proyectado).

Además, la ejecución de proyectos de inversión pública ha estado por debajo de los niveles esperados en enero, que ya incluso se habían ajustado para reflejar porcentajes históricos de ejecución. Esta sub-ejecución de la inversión pública es resultado de problemas en procesos licitatorios y atrasos inesperados en proyectos de gran escala.

En este contexto de desaceleración económica mundial e interna, de desempleo persistentemente alto, y de expectativas de crecimiento moderadas, el Banco Central orientó sus acciones de política, en primer lugar, a afianzar su compromiso con la estabilidad de precios, como pilar fundamental de la estabilidad macroeconómica y del crecimiento. Y, en efecto, la inflación se ha mantenido en niveles bajos. Más aún, las perspectivas de inflación de los agentes económicos, medidas por las encuestas de expectativas de inflación a 12 meses plazo, han convergido al punto medio del rango meta de inflación del Banco Central. Esto es un importante voto de confianza sobre la estabilidad de precios a futuro.

En segundo lugar, el Banco Central, consciente de la difícil coyuntura que atraviesa el país, y una vez superadas las tensiones financieras y cambiarias del año 2018, ha orientado sus medidas de política al estímulo de las condiciones crediticias como forma de impulsar la actividad económica, con fundamento en lo establecido en el artículo 2 de su Ley Orgánica.

En ese sentido, en el primer semestre del año el Banco Central redujo en tres ocasiones la Tasa de Política Monetaria (TPM), para un acumulado de 75 puntos base (p.b.), hasta ubicarla en 4,5%, y disminuyó la tasa de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez sobre las obligaciones en moneda nacional, de 15% a 12%, a partir del 16 de junio del presente año.

Además, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero aprobó varias iniciativas que facilitan el acceso al crédito; en particular, medidas para adecuar de mejor forma el perfil de riesgo de los deudores al nivel de atraso en el servicio de sus deudas; para facilitar operaciones de readecuación y refinanciamiento de créditos; y para definir el nivel máximo de cartera crediticia en mora permitida a una entidad con base en su modelo de negocios.

Estas acciones han empezado a dar frutos: recientemente varias entidades financieras anunciaron una mayor disponibilidad de crédito y reducciones en sus tasas de interés. Es de esperar que esto contribuya a incentivar el crédito y, por esta vía, favorezca la recuperación de la actividad económica y del empleo.

Es importante reiterar la secuencia lógica y temporal de estas medidas, y su adecuación a las circunstancias. El estímulo de las condiciones crediticias no hubiera surtido efecto en medio de las marcadas tensiones que experimentaron los mercados financieros el año pasado. Por el contrario, hubiera atizado las presiones cambiarias y comprometido la estabilidad financiera. Una vez aprobada la reforma fiscal y restablecida la calma en los mercados, el Banco Central aprovechó el espacio para adoptar medidas de estímulo monetario y crediticio. Sus medidas de política se han fundado en estudios técnicos, sentido de responsabilidad, y un firme compromiso con la estabilidad macroeconómica.

En línea con estas políticas, en esta revisión del Programa Macroeconómico 2019-2020 la Junta Directiva del Banco Central mantiene y reitera su meta de inflación, de 3% ± 1 punto porcentual (p.p.), que es consecuente con el objetivo del Banco Central, dispuesto en el artículo 2 de su Ley Orgánica, de mantener una inflación baja y estable. El cumplimiento de este objetivo contribuye al logro de la estabilidad macroeconómica, que a su vez promueve el crecimiento económico y la generación de empleo, y redunda en una mejora en el bienestar de la población.

Además, en el acto de aprobación de esta revisión del Programa Macroeconómico, la Junta Directiva acordó bajar su TPM en 50 p.b. Esta reducción es la cuarta de este año, para un acumulado de 125 p.b. La medida se sustentó en lo medular en que, si bien los cambios normativos de la reforma fiscal (particularmente la adopción del impuesto al valor agregado) empujarían la inflación alrededor del valor central del rango meta para el horizonte del Programa, persisten riesgos a la baja asociados a un lento crecimiento de la actividad económica (con un nivel de producción por debajo del potencial), una alta tasa de desempleo y un bajo crecimiento de los agregados monetarios y crediticios.

Si bien las brechas en producción y desempleo posibilitan en la actualidad una postura expansiva de política monetaria, el Banco Central se mantendrá atento a la evolución de las condiciones macroeconómicas y actuará de manera oportuna en caso de que estime que presiones inflacionarias o deflacionarias podrían desviar la inflación de su rango meta en el mediano plazo.

Rodrigo Cubero Brealey
Presidente

2. La economía en síntesis: Primer semestre del 2019 y perspectivas

En el primer semestre de 2019 la economía costarricense continuó enfrentando condiciones adversas, tanto externas como internas, que incidieron en su desempeño.

En lo que respecta al entorno internacional, el aumento en las disputas comerciales, en especial entre EUA y China, la incertidumbre sobre la forma en que se hará la salida del Reino Unido de la Unión Europea y la desaceleración del comercio internacional, propiciaron rebajas en las proyecciones del crecimiento mundial para el bienio 2019-2020, por parte de los organismos financieros internacionales, de bancos centrales y firmas especializadas.

Por otra parte, los términos de intercambio han evolucionado de forma menos favorable de lo previsto en enero, fundamentalmente como consecuencia de la caída en el precio internacional de algunos productos nacionales de exportación, como la piña y el café, y por el aumento en el precio del petróleo en relación con su nivel de finales de 2018. Esto afectó negativamente el poder adquisitivo de los costarricenses. Sin embargo, la evolución reciente de esta relación de precios da señales de una ligera mejora.

En nuestro entorno regional, la severa recesión económica en Nicaragua, asociada a tensiones políticas y sociales, también golpeó las exportaciones costarricenses hacia ese país y a otros de Centroamérica.

No obstante lo anterior, un aspecto positivo del contexto internacional para nuestra economía fue la pausa que hicieron los bancos centrales de las principales economías avanzadas en el ritmo de "normalización"[3] de su política monetaria, en respuesta a los signos de debilidad de la actividad económica y en el tanto su inflación se ubica en torno a sus valores meta. Esto redujo la presión al alza sobre las tasas de interés internacionales.

En el contexto interno, la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) en diciembre pasado contribuyó a reducir la incertidumbre que prevaleció en el segundo semestre de 2018, y permitió que en el primer semestre del año en curso el Gobierno obtuviera en el mercado local el financiamiento requerido a plazos más largos y, sobre todo a partir del segundo trimestre, a tasas más bajas. Además, esa menor incertidumbre ayudó a que retornara la calma al mercado cambiario y que el tipo de cambio al término de junio presentara una variación acumulada de -4,7% e interanual de 2,3%.

Sin embargo, en la primera mitad del presente año continuó la desaceleración económica, aunque a un menor ritmo en comparación con el semestre previo. Este resultado se explica tanto por las condiciones adversas de la economía internacional ya comentadas como por factores internos.

[3] Por "normalización" se entiende el abandono paulatino de medidas de política monetaria no convencionales (entre ellas, la compra de activos por parte de los bancos centrales) y el aumento en las tasas de interés desde los niveles históricamente bajos aplicados por algunos países avanzados después de la crisis financiera del 2008.

En particular, si bien en los mercados financieros locales se percibe mayor confianza luego de la aprobación de la reforma fiscal, esa condición no se ha manifestado en las variables reales. En efecto, las encuestas de opinión muestran pesimismo en las perspectivas de consumidores y empresarios, lo que incide en la trayectoria del consumo y de la inversión. Además, aunque las proyecciones fiscales indican que de implementarse plenamente la Ley 9635 la deuda del Gobierno Central es sostenible en el mediano y largo plazo, todavía existe incertidumbre sobre el impacto de la entrada en vigencia de las nuevas disposiciones tributarias.

En forma congruente con el menor dinamismo de la actividad económica, la tasa de desempleo permanece alta (11,3% en el primer trimestre de 2019), de las más elevadas desde la década de los ochenta. Otros indicadores, como las tasas de desempleo ampliado, subempleo, y de empleo informal también evidencian la debilidad del mercado laboral.

En línea con la desaceleración de la actividad económica, se estima una reducción del déficit de cuenta corriente como proporción del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer semestre del año en curso (0,9% contra 1,2% en igual lapso de 2018), influido por la caída en el valor de las importaciones y el mejor resultado de la cuenta de servicios.

Los resultados fiscales del primer semestre son mixtos. La desaceleración económica ha impactado fuertemente la recaudación tributaria (más allá de los ingresos por la amnistía contemplada en la Ley 9635). A pesar de ello, el déficit primario en el primer semestre fue similar al de igual periodo del 2018, como consecuencia de los esfuerzos de contención del gasto público. Sin embargo, el déficit financiero aumentó, por el elevado peso relativo del gasto en intereses sobre la deuda del Gobierno Central.

En esta coyuntura, la inflación general se mantuvo baja en el primer semestre de 2019, incluso transitoriamente se ubicó por debajo del límite inferior del rango meta en el primer trimestre, con un valor medio de 1,5%. Por su parte, la inflación subyacente fue estable (valor medio de 2,3%) y permaneció dentro de ese rango.

En relación con las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2019-2020, el crecimiento previsto del PIB real se ajustó a 2,2% para el 2019, con una recuperación moderada a 2,6% para el 2020. Lo anterior implica una baja de 1 p.p. y 0,4 p.p., en ese orden, con respecto a lo proyectado en enero pasado. La revisión a la baja en la proyección de crecimiento obedece fundamentalmente a una peor trayectoria de la economía internacional, a la incertidumbre y el pesimismo prevalecientes entre consumidores y empresarios, con efectos reales sobre el nivel de consumo e inversión, y a la menor ejecución de obra pública.

La tasa de crecimiento proyectada continuaría por debajo del crecimiento potencial estimado para la economía costarricense (alrededor de 3,5%), con lo que la brecha negativa del producto seguiría ampliándose (esto es, el nivel efectivo de la producción se alejaría aún más de su potencial, lo que a su vez implica que aumenta la capacidad ociosa).

Las expectativas de inflación a 12 meses se ubican alrededor del punto medio del rango meta. Con una brecha del producto negativa y ampliándose, y un crecimiento proyectado muy contenido de los agregados monetarios, los diferentes modelos de pronóstico de la inflación para los próximos 18 meses indican que la inflación (general y subyacente) permanecerá en torno al valor medio del rango meta en lo que resta de 2019 y en el 2020. Esta proyección contempla el efecto de la implementación del impuesto al valor agregado.

Consecuente con la pérdida de dinamismo de la actividad económica, se estima un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 2,4% y 2,5% del PIB en el bienio 2019-2020. Este déficit sería más que financiado por el influjo de inversión directa. El saldo de las reservas internacionales netas (RIN) se prevé en 15,2% del PIB en 2019 y 13,6% un año después (12,5% en 2018). Estos valores proveen suficiente blindaje financiero a la economía costarricense.

En cuanto a las finanzas públicas, se proyecta una caída continua en el déficit primario del Gobierno Central para el 2019 y 2020 (a 2,1% y 1,2% del PIB, respectivamente, en comparación con 2,3% en el 2018). Sin embargo, el déficit financiero del Gobierno Central se ubicaría en 6,3% del PIB en 2019 y en 6,1% en 2020, evolución que difiere del resultado primario como consecuencia de la mayor carga por intereses.

Estos resultados incorporan el efecto de las medidas fiscales, y también suponen el ingreso de recursos por la colocación de bonos por *USD* 1.500 millones en los mercados internacionales y de créditos multilaterales para apoyo presupuestario por un total de *USD* 2.090 millones en los próximos 18 meses.

Dado el peso del servicio de la deuda y la gradualidad de la reforma fiscal, en los próximos años la razón de deuda del Gobierno Central a PIB mantendrá su tendencia creciente hasta alcanzar un máximo en el 2023. Los requerimientos brutos de financiamiento del Gobierno continuarán altos también por varios años. En esta transición, el acceso al mercado externo permitiría reducir la presión sobre el costo de la deuda para los sectores público y privado, mejorar la estructura y la gestión financiera de la deuda pública, fortalecer la estabilidad macroeconómica y promover el crecimiento económico y el empleo.

Se proyecta que el ahorro financiero aumente a una tasa media anual de 8,0% en el bienio 2019-2020, valor consecuente con el nivel de actividad económica previsto, la meta de inflación y el proceso gradual de profundización financiera que ha caracterizado al país. Además, se prevé que la oferta de fondos prestables para el sector privado crecerá a una tasa media anual en torno a 4,5% (8,0% para operaciones en moneda nacional).

Estas proyecciones incorporan la mejor información disponible al 17 de julio de 2019. Sin embargo, existen riesgos provenientes del contexto internacional y del interno que, de materializarse, las podrían desviar:

- Entre los primeros destacan un crecimiento de la economía mundial menor al proyectado actualmente por los organismos internacionales, choques en los precios internacionales de materias primas e implicaciones más adversas para el país de la situación sociopolítica de Nicaragua.

- Por su parte, entre los riesgos locales sobresalen la ocurrencia de tensiones sociales (huelgas) por periodos prolongados, un deterioro de los niveles de confianza de consumidores y empresarios, choques de oferta relacionados especialmente, con condiciones climáticas que afecten la producción de manera negativa, y un menor grado de ejecución de inversión pública respecto a lo contemplado en este ejercicio.

En general, el balance de riesgos para el crecimiento económico y para la inflación presenta un sesgo a la baja.

3. Situación macroeconómica en el primer semestre de 2019

3.1. Economía internacional

En el primer semestre de este año la economía mundial creció a tasas moderadas, en un entorno de incertidumbre y desaceleración de los flujos de comercio (Gráfico 1). La inflación se mantuvo cercana al objetivo de los bancos centrales, particularmente en naciones avanzadas, lo que llevó a que esos bancos centrales hicieran una pausa en la "normalización" de su política monetaria, que redundó en una caída en las tasas de interés internacionales.

En cuanto a la producción del primer trimestre de este año, destacó la desaceleración en los principales socios comerciales (Gráfico 1), cuya tasa media de crecimiento se estima en 2,2% (2,6% un año atrás). En particular, destaca lo siguiente:

i) El crecimiento en EUA alcanzó 3,1%[4] en términos anualizados (2,2% el trimestre previo), impulsado por las exportaciones netas y los inventarios, mientras que el consumo de hogares y empresas se moderó.

ii) La zona del euro mantuvo el crecimiento del trimestre previo (1,2%), ante el menor aporte de la demanda externa.

iii) China creció 6,4% en términos interanuales[5], similar a la tasa de la segunda mitad del año previo, y apoyada por medidas fiscales dirigidas al gasto en infraestructura y a la pequeña empresa.

iv) De América Latina resaltó la contracción en las economías de Venezuela y Nicaragua, esta última con repercusiones significativas para Costa Rica; así como la caída en este primer trimestre en México y Brasil y la desaceleración en el resto de Centro América, Chile y Colombia[6].

Además de que los volúmenes de producción industrial global se han desacelerado y el comercio mundial crece a tasas cercanas a cero en lo que transcurre del año, indicadores de alta frecuencia como el Índice de gerentes de compra dan signos de debilidad y los niveles de confianza empresarial continúan a la baja (Gráfico 1).

---

[4] Se mantiene por encima del nivel potencial (1,8%) estimado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York para el periodo 2015-2020. "*US Economy in a Snapshot*", junio de 2019.

[5] El 15 de julio la Oficina Nacional de Estadísticas de China publicó datos de crecimiento al segundo trimestre de 2019, que muestran una desaceleración a 6,2% en términos interanuales, explicada por una demanda externa e interna más moderada.

[6] Para Venezuela la información disponible al tercer trimestre de 2018 refleja la caída continua del volumen de producción desde 2014. Por su parte, en Nicaragua, la tendencia ciclo del índice mensual de actividad económica a febrero registró una tasa interanual de -6,9%, y 10 meses consecutivos de contracción, comportamiento asociado al conflicto político social que aqueja a esa nación. Al primer trimestre de 2019 el PIB de México y el de Brasil cayeron 0,2% (respecto al trimestre previo), en el primer caso ante el menor gasto público y la caída en la demanda externa, en tanto que en Brasil reflejó la reducción en la formación bruta de capital y en la demanda externa.

Lo anterior es en respuesta a las menores perspectivas de crecimiento mundial anunciadas por los organismos internacionales y al incremento en las tensiones comerciales entre EUA y China (Recuadro 1).

Gráfico 1. Indicadores de actividad económica mundial

Variación interanual en porcentajes

Gráfico 1.1. Comercio mundial, producción industrial y crecimiento de los principales socios comerciales

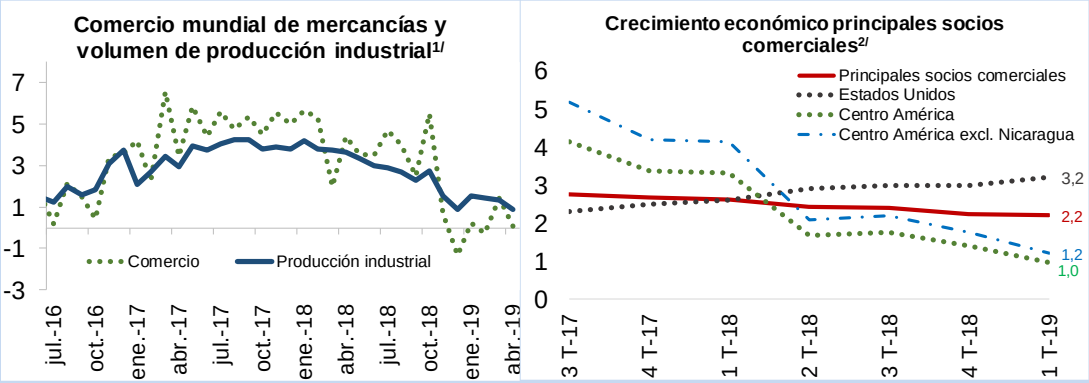
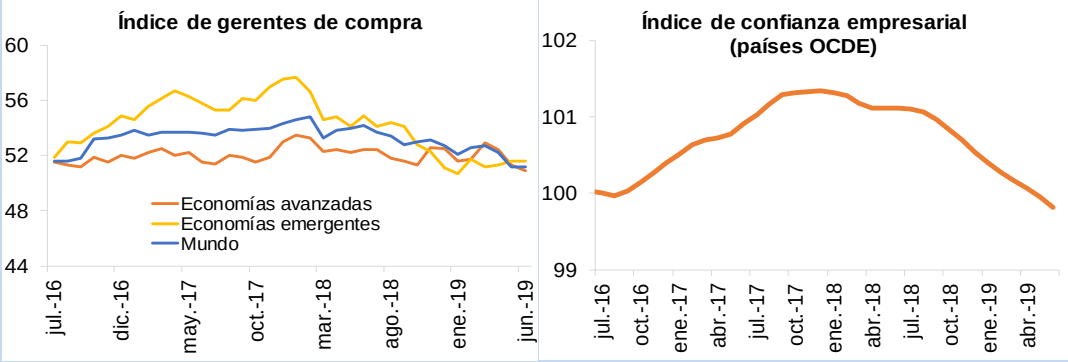


Gráfico 1.2. Índice de gerentes de compra3/ y confianza empresarial4/



1/ Excluye la construcción. 2/ Estimación del Banco Central, considera una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones acumuladas de bienes de Costa Rica a mayo de 2019. Para EUA se utilizó el crecimiento interanual. 3/ El índice de gerentes de compra se obtiene a partir de encuestas realizadas por Markit Group; el nivel de 50 separa una expansión de una contracción económica. 4/ El índice de confianza empresarial de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se basa en encuestas de opinión sobre producción e inventarios de manufactura (puede ser indicador adelantado de actividad económica).

Fuente: Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB), Bloomberg y OCDE.

Por otra parte, en el primer semestre de 2019 el nivel medio del índice de precios de las materias primas importadas por Costa Rica creció 14% respecto al nivel medio de diciembre de 2018 (7,1% en términos interanuales, Gráfico 2), lo que en buena medida fue explicado por el aumento en el precio del barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI) y de los metales[7].

Gráfico 2. Precios de materias primas relevantes para la economía costarricense

Gráfico 2.1. Índice de precios de materias primas importadas[1/]
(31/12/2013=100)

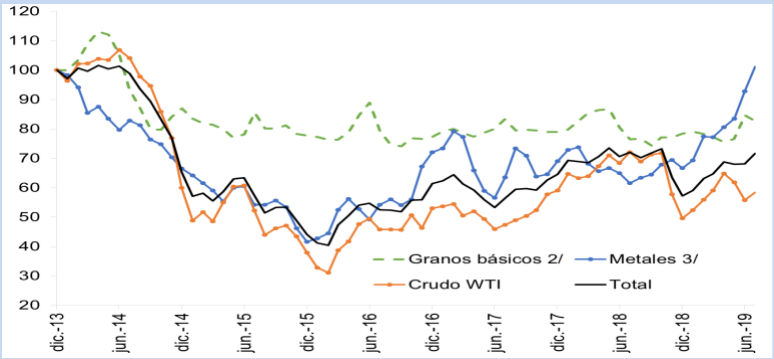
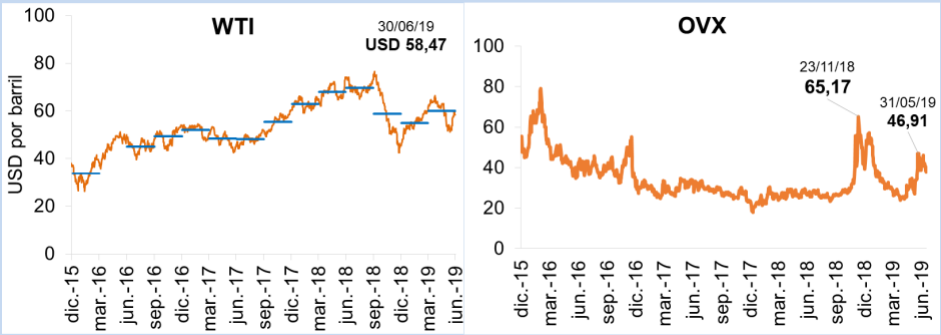


Gráfico 2.2. Precio de contado del WTI (promedio trimestral) e Índice de volatilidad OVX[4/]



[1/] Utiliza como ponderación las importaciones de cada insumo del año anterior: 16,3% granos básicos, 23,6% metales y 60,1% crudo WTI. [2/] Granos básicos: trigo, maíz, soya y arroz. [3/] Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre. [4/] Valores superiores a 30 se asocian con períodos de alta volatilidad e inferiores a 20 de relativa estabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Bloomberg al 30/06/2019 y base de datos del Reserva Federal de San Luis (FRED).

La evolución del precio del petróleo estuvo influida por la reducción de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)[8]. Sin embargo, la expectativa de una menor demanda de hidrocarburos ante el incremento en las tensiones comerciales mitigó en parte ese incremento e introdujo mayor volatilidad en el precio. En

[7] El precio de los metales registró un aumento acumulado de 20,1% explicado por bajos niveles de inventario e interrupciones en el suministro, especialmente de la producción de hierro en Brasil y Australia, principales productores del mundo. Véase el informe Perspectivas Económicas Globales, Banco Mundial, junio de 2019.
[8] En noviembre de 2016 la OPEP acordó reducir la oferta, luego de 8 años sin restricciones a la producción, acuerdo que ha sido renovado en dos oportunidades.

particular, el índice de volatilidad del precio del petróleo (OVX[9]), para el que valores de más de 30 se asocian con alta volatilidad, superó los 40 puntos (Gráfico 2).

Como consecuencia de estos movimientos, el precio promedio ponderado del cóctel de hidrocarburos importado por Costa Rica aumentó 13,9% en los primeros cinco meses del año (bajó 2,6% en términos interanuales). Ello, aunado a la caída en el precio de algunos productos agrícolas de exportación, como la piña, llevó a un deterioro de nuestros términos de intercambio[10] hasta el primer trimestre del año y a una trayectoria, en el primer semestre, más adversa de la esperada en enero.

En línea con el contexto mundial de incertidumbre y desaceleración, la tasa de inflación interanual promedio de enero a mayo de los principales socios comerciales del país cayó de 2,5% en 2018 a 2,2% en 2019, que es superior en 0,4 p.p. a la tasa media de inflación en Costa Rica para igual periodo (1,8%).

En este contexto, los bancos centrales de algunas economías avanzadas y emergentes empezaron a relajar su política monetaria o al menos a posponer aumentos (Cuadro 1). Estas decisiones redujeron la presión sobre las tasas de interés internacionales, luego de la tendencia al alza que les caracterizó en el 2018. En comparación con el 31 de diciembre de 2018, la tasa Prime no mostró cambios, mientras las tasas Libor y de los bonos del Tesoro, ambas a 6 meses plazo, disminuyeron 0,7 p.p. y 0,5 p.p., respectivamente.

Cuadro 1. Política monetaria reciente en una muestra de países

País/región	Postura de política monetaria (PM)	Último ajuste en TPM
Estados Unidos	Moderó ritmo de normalización de PM[1].	19/12/2018 (aumentó 25 p.b.)
Zona del euro	Postergó ajuste en tasas de interés hasta el II semestre de 2020.	10/03/2016 (disminuyó 5 p.b.)
Reino Unido	Eventual ajuste en tasas de interés pendiente de finalización del *Brexit*.	02/08/2018 (aumentó 25 p.b.)
Japón	Mantendrá tasa de interés de referencia hasta la primavera del 2020.	29/01/2016 (disminuyó 25 p.b.)
China	Reducción del coeficiente de reserva de 100 p.b. en enero de 2019[2].	23/10/2015 (disminuyó 25 p.b.)
México	TPM actual coherente con proceso de convergencia de inflación a meta.	20/12/2018 (aumentó 25 p.b.)
Chile	Ritmo de actividad económica es insuficiente para impulsar inflación.	07/06/2019 (disminuyó 50 p.b.)

[1] El pasado 10 de julio, Jerome Powell, presidente del Sistema de la Reserva Federal, indicó en el Congreso de ese país, que hay espacio para reducir las tasas de interés en la reunión de julio.
[2] En 2018 aplicó 4 reducciones en el encaje (acumuló 3,25 p.p. para bancos grandes).

Fuente: Información de bancos centrales.

[9] OVX es un indicador de la volatilidad esperada implícita en los mercados de acciones, y es reflejo de la incertidumbre de los inversionistas.
[10] Véase recuadro 1 del Informe de Inflación de junio de 2019, del Banco Central.

Esta coyuntura también influyó en la recuperación de los flujos de capital hacia las economías emergentes, en particular en el primer trimestre de 2019[11].

Finalmente, los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad asociada principalmente a las tensiones comerciales mundiales, según muestran los índices de volatilidad de las opciones de acciones (VIX y VXEEM) (Recuadro 1) y los índices accionarios, como el S&P 500 para EUA y el índice de economías emergentes MSCI (Morgan Stanley Capital International).

Recuadro 1. Tensiones comerciales: Implicaciones sobre el comercio internacional, la inversión y los mercados financieros

La integración del comercio global ha sido decisiva en el crecimiento de la producción mundial y fue favorecida por la reducción en los costos comerciales. No obstante, en el 2018 se dio un aumento en las disputas comerciales a nivel mundial, en particular entre EUA y algunos de sus principales socios comerciales (Cuadro 1.1).

Cuadro 1.1
Aplicación de aranceles en 2018-2019 [1]

Fecha	Hecho relevante (en paréntesis país que aplicó los aranceles)
2018	
23 ene.	A la importación de paneles solares y lavadoras (EUA).
23 mar.	25% al acero y 10% al aluminio (EUA); excluidos de forma temporal Canadá, México, Unión Europea, Australia, Corea del Sur, Brasil y Argentina.
01 jun.	EUA quita excepción a UE, México y Canadá.
06 jul.	25% a productos chinos (EUA) sobre *USD* 34.000 millones.
06 jul.	25% a productos de EUA (China), sobre *USD* 34.000 millones, incluidos autos y productos agrícolas.
23 ago.	Aranceles recíprocos de 25% entre EUA y China sobre la importación de bienes por *USD* 16.000 millones.
24 set.	Aranceles recíprocos entre EUA (10%) y China (entre 5% y 10%), sobre montos de USD 200.000 millones y USD 60.000 millones, respectivamente.
2019	
10 may.	De 10% a 25% a productos chinos (EUA), sobre *USD* 200.000 millones.
13 may.	Hasta 25% a productos de EUA (China), sobre *USD* 60.000 millones. Vigencia fue extendida del 01/jun/2019 al 15/jun/2019.

[1] En diciembre de 2018, EUA y China iniciaron negociaciones, interrumpidas temporalmente en mayo.
Fuente: Elaboración propia.

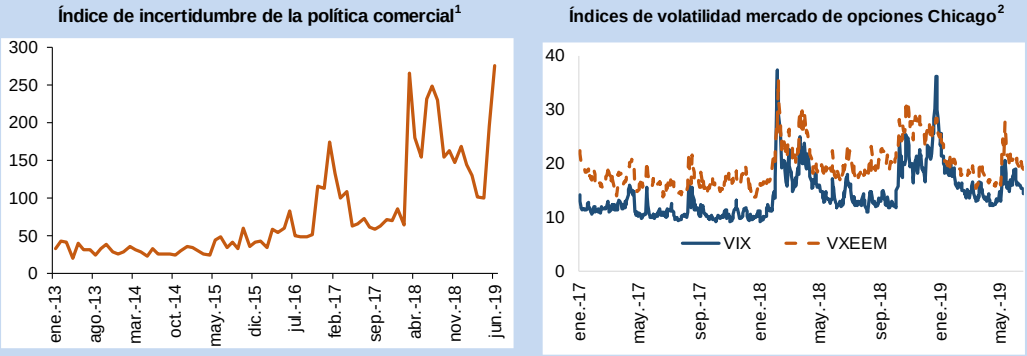
El Sistema de la Reserva Federal[1] estimó que el mayor costo arancelario en EUA se trasladó de manera directa a sus importaciones, que bajaron cerca de *USD* 70 mil millones en el 2018 (0,5% de las importaciones mundiales de bienes). Indicaron que ese efecto fue bajo en términos de los flujos mundiales de comercio, que en el 2018 crecieron 1,5% (5,7% un año atrás).

Ese resultado es consecuente con lo apuntado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe Perspectivas de la Economía Mundial - Abril de 2019, donde señaló que los aranceles bilaterales tienen un efecto directo bajo sobre el saldo de comercio, pues el comercio depende en mayor medida de factores y políticas que repercuten en la oferta y demanda agregadas, por ejemplo, políticas macroeconómicas (cambiaria, fiscal) y estructurales, como la protección social, el acceso al crédito, la composición de las exportaciones, la demografía o el desarrollo institucional[2].

[11] Las economías emergentes son propensas a salidas súbitas de capitales en periodos de tensión en el sistema financiero. Véase el informe Perspectivas Económicas Globales, Banco Mundial, junio de 2019.

No obstante, el FMI reconoce que una variación importante y persistente de los aranceles repercute sobre la división internacional del trabajo[3] y, por ende sobre los factores macroeconómicos. Además, las tensiones comerciales tienen implicaciones indirectas (contagio) en el tanto la expectativa de aranceles adicionales y de renegociación de acuerdos comerciales aumenta la incertidumbre y, por ende, incide en los planes de inversión de las empresas y en la reacción de los mercados financieros (y por esta vía sobre el costo de capital). Los índices de incertidumbre de la política comercial e indicadores de volatilidad VIX y VXEEM dan evidencia de ello (Gráfico 1.1).

Gráfico 1.1. Índice de incertidumbre de la política comercial e indicadores de volatilidad



1 Índice normalizado de noticias de periódicos que contienen referencias sobre la incertidumbre de la política comercial.
2 El Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) es un Indicador de la volatilidad esperada implícita en los mercados de acciones (incertidumbre). Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 con periodos de relativa estabilidad. La construcción del VXEEM es similar al VIX, pero para economías emergentes.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información Bloomberg y del documento de trabajo "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty" (2019), D. Caldara, M. Lacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, A. Raffo.citado en Monetary Policy Report del Sistema de la Reserva Federal, 5 de julio de 2019.

En adición, ese organismo concluyó que los posibles efectos de contagio a terceros países de las medidas de protección arancelaria se transmiten por canales tanto macro (producción y comercio) como microeconómicos (por ejemplo, perturbaciones sectoriales y de la cadena de valor).

El estudio estimó que un aumento de 25 p.p. en los aranceles de EUA y China llevaría a una pérdida de producto real en EUA (entre 0,3 y 0,6 p.p.) y en China (entre 0,5 y 1,5 p.p.). En el caso de China el impacto es mayor por cuanto las exportaciones de ese país a EUA representan una proporción mayor de su producción[4].

Así, las tensiones comerciales son riesgos críticos para las proyecciones de crecimiento mundial, por lo que ese organismo en el blog "Cómo apoyar, y no obstaculizar, el crecimiento mundial", del 5 de junio pasado, estimó un efecto negativo sobre el PIB mundial en torno a 0,5 p.p. en 2020.

[1] *Monetary Policy Report* del Sistema de la Reserva Federal, 5 de julio de 2019.
[2] Aclaran que el estudio partió de un entorno con bajos aranceles y que los impuestos bilaterales no resuelven desequilibrios comerciales agregados, porque el consumidor traslada su demanda a otros socios sobre los que no aplican restricciones. Como complemento ver Los saldos comerciales dependen más de las fuerzas económicas que de los aranceles (10/7/2019) y Hacia el equilibrio de la economía mundial: algunos avances pero con desafíos a futuro (17/7/2019).
[3] Las empresas ajustan su inversión local e internacional y su estructura de producción y, por medio de las cadenas de valor generan un margen para la especialización y la mejora de la productividad. Sin embargo, por esta vía aumenta el riesgo de contagio, aún a países que no estén directamente afectados por esos aranceles.
[4] El modelo lo presentan en el Recuadro 1 del Informe de Perspectivas de la Economía Mundial de octubre 2018.

3.2. Economía nacional

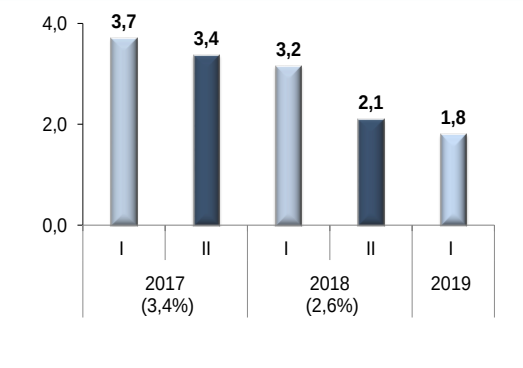
3.2.1. Actividad económica y empleo

La actividad económica del país ha seguido desacelerándose en lo que transcurre de 2019. El crecimiento interanual del PIB real (serie tendencia ciclo) se estima en 1,8% en el primer semestre, inferior en 1.4 p.p. con respecto al año previo (Gráfico 3).

Diversos factores internos y externos explican este comportamiento. En el primer caso, incidió, principalmente, la situación política y económica en Nicaragua, que ha afectado severamente los niveles de intercambio comercial de Costa Rica con ese país y el resto de la región centroamericana, la desaceleración en el crecimiento económico de algunos de nuestros socios comerciales, y la caída en los precios de algunos de los principales productos agrícolas de exportación. Entre los elementos internos, destacan los factores climáticos, en particular el fenómeno El Niño (Oscilación Sur), que han afectado de manera adversa la actividad agropecuaria (en enero se supuso un efecto negativo de 0,5 p.p. sobre el crecimiento de esta industria asociado a este fenómeno). Todos estos elementos externos e internos fueron mencionados como riesgos en el Programa Macroeconómico 2019-2020 de enero pasado, y desde entonces se han materializado con distinta intensidad.

Gráfico 3. Producto Interno Bruto en volumen
Variación interanual en porcentajes (serie TC)

Evolución semestral



PIB por componentes del gasto

	2018		2019
	I sem	II sem	I sem
Producto Interno Bruto	**3,2**	**2,1**	**1,8**
Demanda Interna			
Consumo Final de Hogares	2,5	1,5	1,7
Consumo de Gobierno	2,0	-1,4	2,6
Formación de Capital Fijo	2,0	2,9	-5,0
Exportaciones de bienes y servicios			
Bienes	5,2	4,3	4,2
Servicios	2,6	2,7	3,5
Importaciones de bienes y servicios			
Bienes	0,6	-0,1	0,8
Servicios	-1,4	1,3	5,2

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Sin embargo, otro factor interno que ha incidido en la desaceleración económica es el de la confianza. El Programa Macroeconómico de enero vislumbraba una recuperación de la confianza como consecuencia de la aprobación de la reforma fiscal a fines del año pasado. Esa mayor confianza ciertamente se reflejó en los mercados financieros y cambiario internos, pero no se tradujo en mejoras en el consumo o la inversión. Por el contrario, los niveles de confianza de consumidores y empresarios se han mantenido bajos[12], y eso se ha manifestado en una pérdida de dinamismo de la demanda interna.

[12] Al respecto, ver la encuesta de Confianza del Consumidor elaborada por la Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica (febrero y mayo del 2019), el índice Global de Expectativas Empresariales calculado por el Instituto de Investigaciones de la Universidad de Costa Rica (segundo trimestre de 2019), la Encuesta Trimestral de Negocios realizada en el segundo trimestre de 2019 por la Unión Costarricense de Cámaras y

Cuando se analizan las variaciones en el PIB por componentes del gasto, se concluye que el moderado crecimiento en la producción en el primer semestre del año fue explicado fundamentalmente por la demanda externa y por el consumo. Por otra parte, la caída en la inversión pública y privada restó dinamismo a la actividad económica.

En la demanda interna, la mayor contribución al crecimiento provino del consumo de los hogares, aunque su tasa de crecimiento fue inferior a la registrada en igual periodo de 2018. Este comportamiento es congruente con el bajo nivel de confianza de los consumidores, la desaceleración del crédito al sector privado para consumo[13], la caída en los términos de intercambio (hasta el primer trimestre del año) y la elevada tasa de desempleo abierto. Estos dos últimos elementos tienen un efecto negativo directo sobre el ingreso disponible de las familias.

El gasto de consumo final del Gobierno Central se aceleró en el primer semestre de 2019 con respecto al de igual lapso del año previo, explicado por el gasto en los servicios de Salud y Enseñanza Pública[14], mientras que se contuvo la adquisición de bienes y servicios en el rubro de Servicios de Administración Pública.

Además, luego de crecer en los dos semestres previos, la formación bruta de capital fijo cayó, como consecuencia de dos factores principalmente: la menor inversión privada en construcción residencial y comercial, afectada en parte por la incertidumbre asociada a la entrada en vigencia de la reforma fiscal; y una ejecución de proyectos de infraestructura pública vial y de acueductos y alcantarillados[15] menor a la prevista (además de efectos base por la conclusión, a finales de 2018 e inicios del presente año, de proyectos de mayor envergadura en puertos e infraestructura educativa).

Por su parte, en el comportamiento de la demanda externa incidió, principalmente, la recesión en Nicaragua, la desaceleración en el crecimiento económico de algunos de nuestros socios comerciales, especialmente en otros países latinoamericanos (Gráfico 4), así como la caída en el precio de algunos de los principales productos agrícolas de exportación.

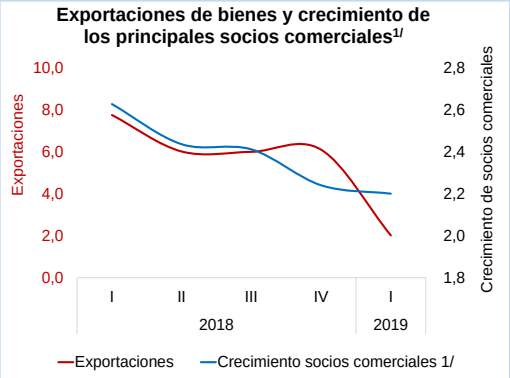
Asociaciones del Sector Empresarial Privado (Uccaep) y la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial elaborada por el Banco Central de Costa Rica (abril 2019).

[13] El saldo de crédito para consumo creció 5,6% en abril de 2019 (interanual), comparado con un 8,5% un año atrás.

[14] Contratación de especialistas en ciencias médicas y de personal para poner en funcionamiento infraestructura hospitalaria recién concluida.

[15] En el caso de la infraestructura vial, tuvieron particular impacto la anulación de los procesos licitatorios del tramo Barranca-Limonal (Carretera Interamericana Norte) y el menor avance del Proyecto Rehabilitación y Ampliación de la Ruta Nacional N° 32.

Gráfico 4. Exportaciones
Variación interanual en porcentajes



Exportaciones de bienes (FOB)

	Participación relativa mayo 2019 (%)	Tasa interanual		Aporte (p.p.) 2019
		may-18	may-19	
Total exportaciones	**100,0**	**7,0**	**1,1**	**1,1**
Centroamérica	**21,2**	**9,3**	**-5,0**	**-1,1**
Nicaragua	4,9	5,9	-19,0	-0,9
Resto	16,3	10,4	-0,8	-0,1
Norteamérica	**41,3**	**2,8**	**6,4**	**2,6**
EUA	38,0	2,2	7,5	2,8
Resto Latinoamérica	**7,7**	**7,5**	**-9,3**	**-0,7**
Resto de países	**29,8**	**11,5**	**1,0**	**0,3**

1/ Estimación para una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones de bienes de Costa Rica, a mayo de 2019.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

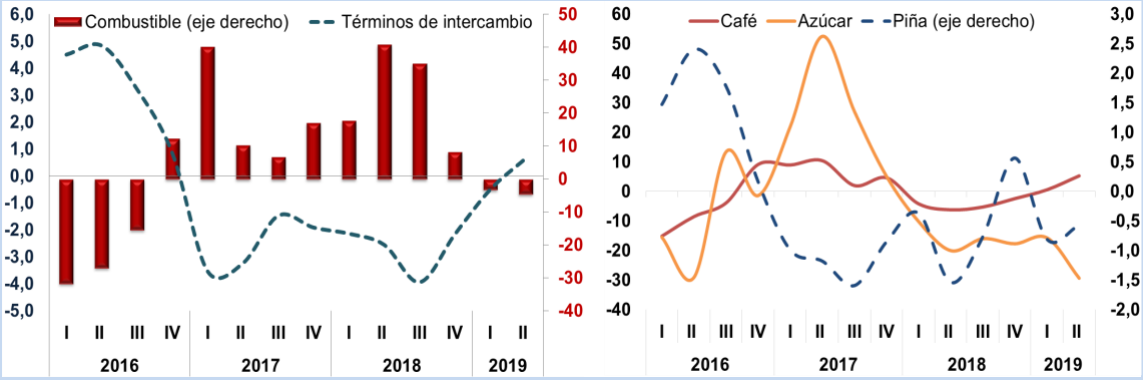
Las exportaciones de bienes fueron impulsadas por el incremento en las colocaciones de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio (particularmente de implementos médicos y hacia EUA). Por el contrario, las ventas externas de las empresas del régimen definitivo disminuyeron, debido a la reducción en la oferta exportable de productos agrícolas (banano y piña[16]) y a la menor demanda por productos manufacturados (alimenticios, de hierro, café, azúcar y materiales eléctricos). La trayectoria de las exportaciones fue consecuente con la evolución de la producción de los principales socios comerciales del país (Gráfico 4).

Por su parte, en las importaciones dominó la cuenta de servicios, principalmente de empresas del régimen especial y transporte aéreo. El moderado crecimiento de las importaciones de bienes reflejó dos factores que operaron en direcciones contrapuestas: una caída en la compra de vehículos y materiales de construcción, lo que es congruente con la moderación del consumo privado y la reducción en la inversión; y una mayor importación de hidrocarburos (en términos de volumen).

Finalmente, la relación de términos de intercambio, indicador de la evolución relativa de los precios de las exportaciones y de las importaciones de bienes y servicios del país, registró una caída en el primer trimestre de 2019, explicada en parte por el repunte en el precio de materias primas (especialmente petróleo) y la reducción en el precio de algunos productos agrícolas de exportación (Gráfico 5).

[16] El Niño generó un déficit hídrico en la zona del Caribe así como una condición predominantemente seca en todo el país, lo que incidió en la menor producción de banano. Por otra parte, la baja en los precios internacionales de la piña, asociada al incremento en la oferta mundial, explica en parte la reducción de la cantidad de hectáreas dedicadas a este cultivo.

Gráfico 5. Términos de intercambio y precios de algunos productos de exportación
Variación porcentual en porcentaje



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como se muestra en el Gráfico 5, en el segundo trimestre del año cambió el comportamiento, dada la moderación reciente en el precio del crudo, que puso de manifiesto las expectativas de una menor demanda mundial ante el incremento en las tensiones comerciales. En menor medida incidió también la recuperación moderada en el precio de algunos productos agrícolas de exportación, como el café y la piña. Así, para el primer semestre del 2019, los términos de intercambio se mantuvieron relativamente constantes (crecimiento de 0,1%) en relación con el mismo semestre del 2018.

En lo que respecta al mercado laboral, a pesar del aumento en la generación de empleo en el primer trimestre de 2019, la tasa de desempleo subió en relación con igual periodo de 2018, como consecuencia de un marcado incremento en la tasa de participación laboral (Cuadro 2). El deterioro en los indicadores de empleo se reflejó también en las altas tasas de desempleo ampliado (que incorpora a personas disponibles para trabajar pero que están desalentadas), de subempleo y de empleo informal[17].

El alto desempleo es uno de los problemas más críticos de la economía costarricense. Tiene dos componentes: uno cíclico, que se agrava en periodos de desaceleración económica, como el actual; y uno estructural, pues el desempleo tiene más de una década en niveles que superan el 8%. Entre otros factores, el desempleo estructural refleja los altos costos de operar en la formalidad, y un desfase entre las capacidades que requiere el mercado laboral y las que ofrecen algunos grupos de población.

[17] Para mayor detalle véase el Capítulo 2 del Informe de Inflación junio 2019 del Banco Central.

Cuadro 2. Indicadores de empleo [1/]

	Población de 15 años o más	Fuerza de trabajo	Tasa neta de participación (%)	Ocupados	Desocupados	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2018	3.870.882	2.233.793	57,7	2.004.711	229.082	10,3
II 2018	3.882.834	2.365.177	60,9	2.160.036	205.141	8,7
III 2018	3.894.902	2.380.368	61,1	2.138.140	242.228	10,2
IV 2018	3.910.428	2.459.237	62,9	2.165.323	293.914	12,0
I 2019	3.922.857	2.448.045	62,4	2.171.766	276.279	11,3

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

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

3.2.2. Balanza de pagos

En el primer semestre del 2019, el menor crecimiento económico de los principales socios comerciales, la crisis en Nicaragua y la menor actividad económica local han afectado el ingreso disponible y, con ello, la expansión del consumo de los hogares y de la inversión pública y privada.

Cuadro 3. Balanza de Pagos [1/]
Millones de USD y porcentaje del PIB

	Millones *USD*		% PIB	
	I sem-18	I sem-19	I sem-18	I sem-19
I Cuenta corriente	**-698**	**-577**	**-1,2**	**-0,9**
A. Bienes	-2.495	-2.278	-4,1	-3,7
Exportaciones FOB	5.833	5.943	9,7	9,7
Importaciones CIF	8.329	8.221	13,9	13,5
Hidrocarburos	826	810	1,4	1,3
B. Servicios	3.143	3.203	5,2	5,3
Viajes	1.699	1.740	2,8	2,9
C. Ingreso Primario	-1.562	-1.746	-2,6	-2,9
D. Ingreso Secundario	216	245	0,4	0,4
II Cuenta de Capital	**15**	**15**	**0,0**	**0,0**
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	**-684**	**-562**	**-1,1**	**-0,9**
III Cuenta financiera	**-1.638**	**-834**	**-2,7**	**-1,4**
Sector Público	-757	-195	-1,3	-0,3
Secto Privado	-881	-640	-1,5	-1,0
IV Activos de Reserva	**954**	**273**	**1,6**	**0,4**
Saldo de RIN	**8.071**	**7.793**	**13,4**	**12,8**

[1/] Cifras preliminares para 2019
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

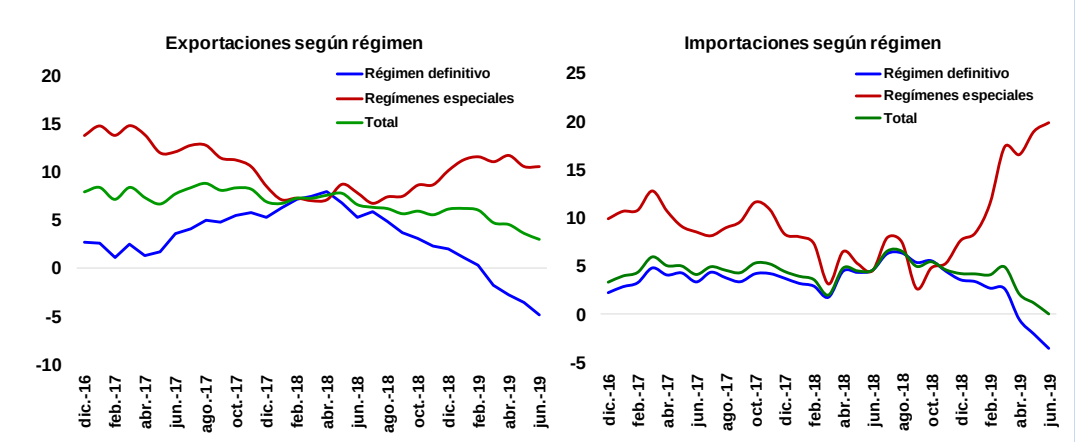
En este contexto y con base en cifras preliminares, el déficit en cuenta corriente en el primer semestre del 2019 resultó inferior al observado un año antes (Cuadro 3) [18]. Por su parte, los flujos de ahorro externo, tanto públicos como privados, fueron más que suficientes para financiar esta brecha y permitieron la acumulación de activos de reserva por el equivalente a 0,4 p.p. del PIB.

En el primer semestre del año se dio una mejora en la cuenta de bienes, producto de la caída en el valor de importaciones que fue apenas parcialmente compensado por el lento crecimiento de las ventas externas (Gráfico 6). De manera coherente con la desaceleración económica local, la reducción en el valor de las importaciones se concentró en menores compras de materias primas para la manufactura y la agricultura, bienes de capital y de consumo (duradero y no duradero). Además, cayó la factura petrolera como consecuencia del menor precio en términos interanuales, que compensó el aumento en la cantidad de barriles importados. Las compras de los regímenes especiales compensaron parcialmente esta contracción.

En la desaceleración de las exportaciones de bienes influyeron las menores ventas de productos agropecuarios, en particular de banano y piña, afectadas en el primer caso por factores climáticos adversos y en el segundo por la mayor producción de países como Tailandia y Filipinas, que propició una caída en el precio internacional de la piña. El fuerte dinamismo de las exportaciones de las empresas de regímenes especiales (dispositivos médicos) atenuó este resultado.

Gráfico 6. Valor nominal de exportaciones e importaciones de bienes

Variación acumulada de 12 meses móviles en porcentaje



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[18] La cuenta corriente es deficitaria porque el balance negativo del ingreso primario es mayor que el superávit del comercio de bienes y servicios y de la cuenta de ingresos secundarios (remesas). La cuenta de ingreso primario incluye la renta de la inversión directa y el servicio de la deuda externa (pública y privada), y su evolución es consecuente con los flujos crecientes de inversión directa y endeudamiento externo.

Por su parte, la cuenta de servicios mostró un superávit similar, en términos del PIB, al de igual lapso del año previo, y representó 1,4 veces la brecha negativa de la cuenta de bienes. Los servicios de apoyo empresarial, el turismo receptivo y las actividades relacionadas con telecomunicaciones, informática y procesamiento de información continúan dominando la exportación de servicios.

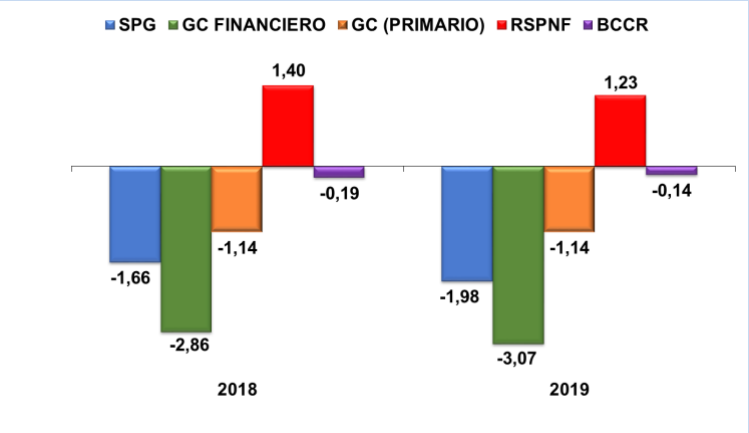
En el primer semestre de 2019, los flujos financieros netos hacia la economía costarricense fueron menores con respecto a un año atrás. En el sector público incidió el efecto base, por cuanto en marzo de 2018 ingresaron los recursos del préstamo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) para apoyo a la balanza de pagos, por *USD* 1.000 millones. Si bien los influjos de inversión directa aumentaron y en magnitud continúan excediendo el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, otros flujos financieros del sector privado en este lapso mostraron una mayor salida neta de recursos que hace un año, en el tanto reflejaron la cancelación de pasivos externos de la banca privada (principalmente de corto plazo).

Finalmente, estas operaciones llevaron a un aumento en los activos de reserva de *USD* 273 millones en el primer semestre del año, que ubicó el saldo de las RIN en *USD* 7.793,2 millones, equivalente a 6,5 meses de importaciones del régimen definitivo y a 12,8% del PIB. Ese valor se estima suficiente para enfrentar choques externos.

3.2.3. Finanzas públicas

El Sector Público Global Reducido[19] generó en el primer semestre de 2019, según cifras preliminares, un déficit financiero superior al registrado en igual lapso de 2018 (Gráfico 7), que puso de manifiesto una desmejora en las finanzas del Gobierno Central y en la muestra de entidades públicas.

Gráfico 7. Resultado Financiero Sector Público Global Reducido
Porcentajes del PIB



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

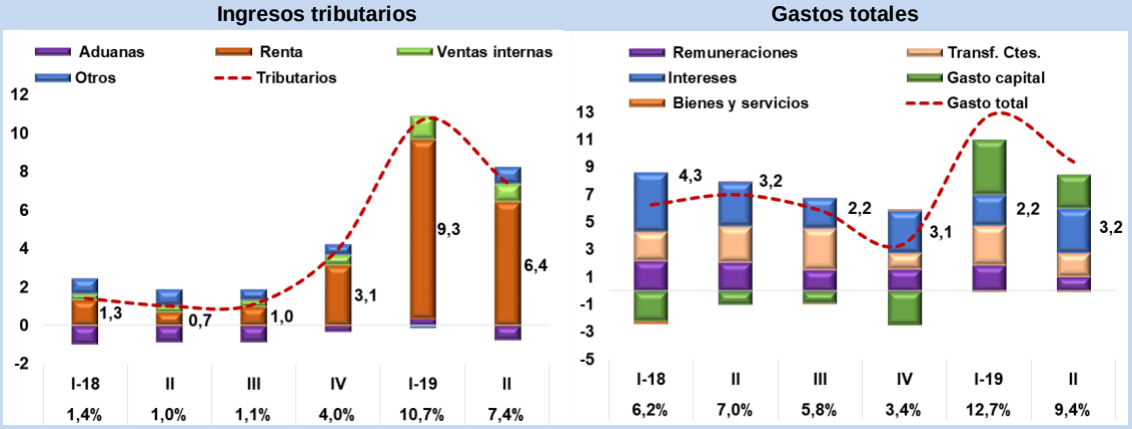
[19] Incluye al Gobierno Central, Caja Costarricense del Seguro Social, Instituto Costarricense de Electricidad, Consejo Nacional de la Producción, Refinadora Costarricense de Petróleo, Junta de Protección Social, Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados y Banco Central.

En el caso del Gobierno Central, ese deterioro fue reflejo del aumento en la carga de intereses (de 1,7 a 1,9% del PIB), mientras que el déficit primario se mantuvo constante como porcentaje del PIB.

Los gastos del Gobierno Central crecieron 9,4% a junio (interanual), mientras que los ingresos totales lo hicieron 7,9% (propiamente los ingresos tributarios aumentaron 7,4% y 0,93% al excluir los recursos por amnistía) (Gráfico 8). En la evolución de los gastos primarios del Gobierno (excluidos los intereses) incidió el repunte en las transferencias de capital[20], efecto compensado parcialmente por la contracción en la compra de bienes y servicios y la desaceleración en las transferencias corrientes y remuneraciones. Esto último refleja las medidas administrativas de contención adoptadas por el Ministerio de Hacienda a mediados de 2018.

En los ingresos tributarios destacó la mayor recaudación por: i) ingresos y utilidades (renta), en buena medida asociado al efecto de la amnistía tributaria[21]; ii) los impuestos único al combustible, solidario y al tabaco (comprendidos en el rubro "otros") y; iii) ventas internas. Por el contario, bajaron fuertemente la recaudación en aduanas y el selectivo de consumo, de manera consecuente con la desaceleración en la actividad económica local y en las importaciones de bienes de consumo final.

Gráfico 8. Aporte a la variación de los ingresos y gastos del Gobierno Central
En puntos porcentuales (p.p.)



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

En lo que respecta al Banco Central, su déficit financiero (según metodología de cuentas monetarias) fue inferior a lo observado un año atrás, principalmente por la combinación de mayores ingresos por activos externos (efecto tasas de interés) y un menor gasto sobre obligaciones en moneda nacional (efecto cantidad, pues el saldo medio de las operaciones de mercado abierto fue inferior en casi 11% a lo registrado un año atrás).

[20] Incluye por ejemplo, los fondos destinados al Consejo Nacional de Vialidad (en particular para el Programa de Infraestructura de Transporte, según Ley 9283), juntas de educación y gobiernos locales.
[21] En el primer trimestre de 2019 la amnistía generó ¢138.674 millones, equivalente a 0,4% del PIB.

Como era previsible y consecuente con el resultado financiero del Gobierno Central, la deuda pública global[22] en términos del PIB continuó la trayectoria creciente y alcanzó 70,6% en junio de 2019, mientras que la razón de deuda a PIB del Gobierno Central alcanzó casi 55%.

Pese a lo anterior es importante destacar que, a partir de la aprobación de la reforma fiscal en diciembre de 2018, mejoró la confianza sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones. Esto se manifestó, especialmente a partir del segundo trimestre, en menores tasas de interés (Cuadro 4), lo que permitió reducir el costo medio de la deuda (Gráfico 9).

Cuadro 4. Tasa de interés de la captación del Ministerio de Hacienda en mercado primario (%)

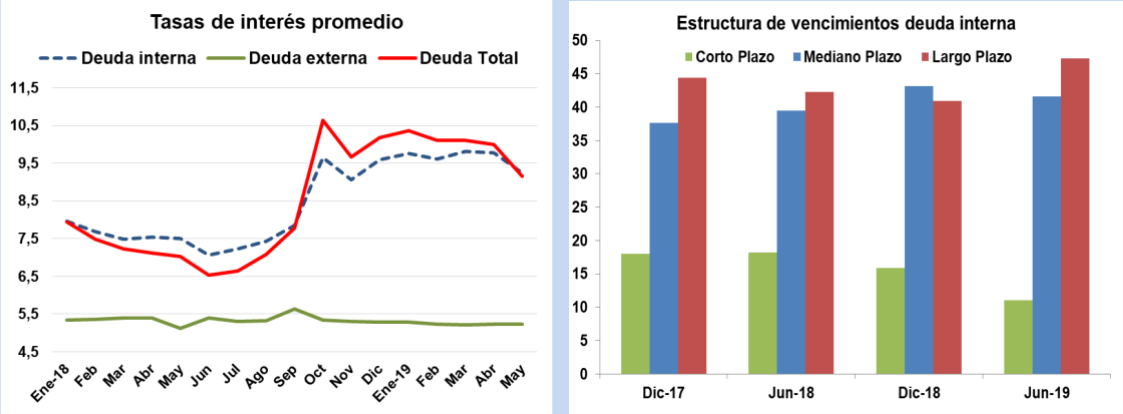
2019	Tasas de interés en colones					Tasas de interés en dólares			
	3 años	5 años	7 años	10 años	15 años	3 años	5 años	7 años	Más 10 años
Ene	10,44	10,77	11,75	12,84	13,00	9,12	9,36	9,78	10,00
Feb	10,44	10,76	11,75	12,66	13,00	9,11	9,19	9,50	9,71
Mar	10,51	10,78	11,75	12,66	13,00	8,93	9,20	9,48	9,75
Abr	10,06	10,39	11,25	11,70	12,00	8,71	8,82	9,18	9,51
May	9,52	10,32	10,55	10,90	11,25	7,05	7,27	7,64	8,04
Jun	9,16	9,90	10,07	10,41	10,85	5,76	6,20	6,50	6,80
Ajuste acumulado (p.b.)	**-128**	**-87**	**-168**	**-243**	**-215**	**-336**	**-316**	**-328**	**-320**

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Adicionalmente, el Gobierno realizó esfuerzos para mejorar las condiciones de endeudamiento en cuanto a plazo, y continuó alargando los plazos de sus colocaciones en el mercado local (además de los canjes de deuda), con lo que redujo la concentración de vencimientos en el corto plazo. La estrategia mejoró la gestión del riesgo de refinanciamiento y evitó una presión adicional sobre las tasas de interés en el mercado local. Al término del primer semestre de 2019, cerca de la mitad de la deuda gubernamental se ubicó en el largo plazo (Gráfico 9).

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

Gráfico 9. Gobierno Central: tasa de interés promedio ponderado y estructura de vencimientos (%)

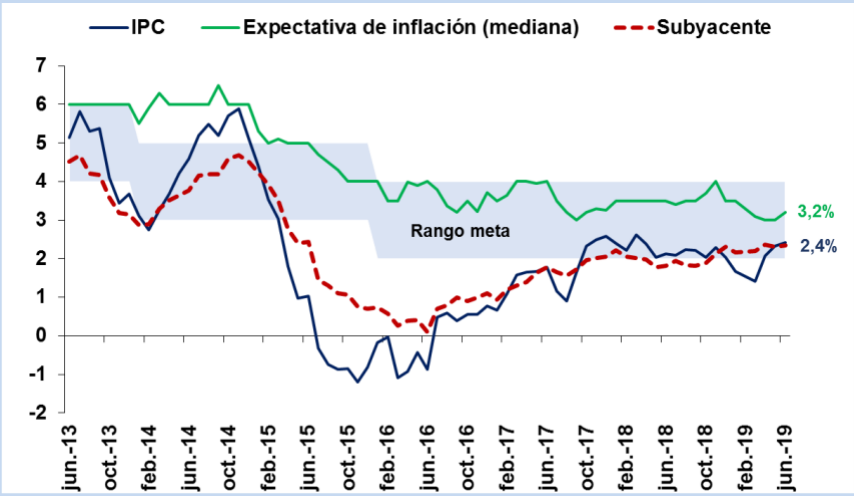


Fuente: Ministerio de Hacienda.

3.2.4. Inflación

La inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se mantuvo baja durante el primer semestre de 2019, con un comportamiento disímil entre el primero y segundo trimestres (Gráfico 10). En el primer trimestre se ubicó por debajo del rango meta del Banco Central (3% ± 1 p.p.), con un valor promedio de 1,5%, y en el segundo retornó a ese rango (2,4% interanual en junio).

Gráfico 10. Inflación: general, subyacente y expectativas
Variación % interanual



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

El desvío transitorio de la inflación general en los primeros tres meses del año se asoció con factores fuera de control de la política monetaria, en particular la evolución de los precios de los hidrocarburos[23] y de los bienes agrícolas. Precisamente por eso, estos aspectos fueron contemplados entre los riesgos para las proyecciones de inflación presentadas en el Informe de Inflación de diciembre de 2018 y en el Programa Macroeconómico 2019-2020 de enero pasado.

Contrario a la inflación general, la inflación subyacente[24] se mantuvo dentro del rango meta en lo que transcurre del año y su comportamiento ha sido estable (en junio fue de 2,3%).

Por último, el Índice de precios al productor de la manufactura ha mostrado una aceleración desde mayo de 2016, que ubicó su variación interanual en valores superiores a la inflación general y subyacente. Esa aceleración fue impulsada, en mayor medida, por los precios de las materias primas importadas. Sin embargo, desde noviembre de 2018 se ha moderado su tasa de crecimiento (3,1% en junio de 2019).

En consonancia con la inflación observada, la evolución de sus determinantes macroeconómicos (agregados monetarios y crediticios, brecha del producto y expectativas inflacionarias) manifiesta la ausencia de presiones inflacionarias.

Los agregados monetarios y el crédito al sector privado mantienen tasas interanuales de crecimiento bajas, acordes con la evolución de la actividad económica. Por otra parte, la brecha del producto es negativa y se ha ampliado, y la tasa de desempleo se encuentra por encima de la que correspondería a una inflación estable, todo lo cual añade presiones deflacionarias. Finalmente, las expectativas de inflación a 12 meses tendieron a la baja en el año en curso hasta ubicar su media en 3,5% en junio (mediana en 3,2% y moda en 3,0%), luego del alza registrada en noviembre de 2018, cuando alcanzó 4,2%.

En la corrección a la baja de las expectativas de inflación contribuyó, entre otros factores, el restablecimiento de la calma en los mercados financiero y cambiario ante la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas.

---

[23] La variación en el precio del cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica tiene un impacto directo sobre el precio del combustible para vehículos (gasolinas y diésel), e indirecto sobre las tarifas de otros componentes de la canasta del IPC, entre ellos transporte terrestre (autobús y taxi) y servicio de electricidad. El precio del cóctel mostró una tendencia al alza entre abril y octubre de 2018 (precio medio de *USD* 82,6), cayó en los siguientes tres meses (*USD* 70,6), para luego repuntar entre febrero y junio (*USD* 73,8). Dado que la variación del precio del cóctel de hidrocarburos se transmite a los combustibles locales con un rezago de aproximadamente un mes, fue en diciembre de 2018 y en el primer bimestre de 2019 cuando su desaceleración se manifestó en el rubro de combustibles del IPC y, en sentido contrario, en los siguientes meses se reflejó su recuperación.

[24] Este indicador busca identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo, en particular las que responden a presiones de demanda, y sobre las cuales la política monetaria puede actuar. Se aproxima por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF). Ver Indicadores de inflación subyacente.

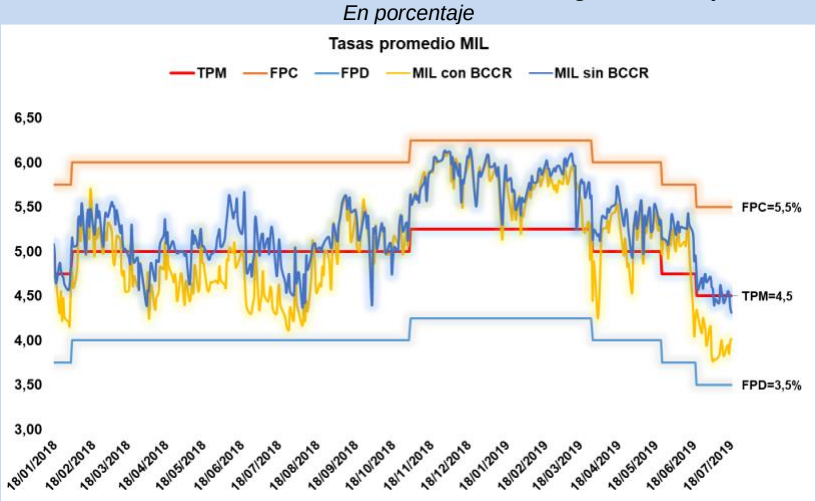
3.2.5. Política monetaria

Durante el primer semestre de 2019, la Junta Directiva del Banco Central disminuyó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 p.b. en tres distintas ocasiones, para una reducción total de 75 p.b.[25] (Gráfico 11). Este relajamiento de la política monetaria se sustentó en la persistencia de fuerzas deflacionarias, como una alta tasa de desempleo, una brecha del producto negativa y bajas tasas de crecimiento del crédito al sector privado. Estas fuerzas deflacionarias imprimirían un sesgo a la baja en la inflación, más allá del impacto transitorio al alza sobre la inflación asociado a la redefinición de la canasta básica tributaria y a la introducción del impuesto al valor agregado a partir del 1ero de julio de 2019 (Ley 9635).

Como complemento, la Junta Directiva acordó[26] reducir de 15% a 12% la tasa del encaje mínimo legal para las obligaciones en moneda nacional que los intermediarios financieros deben mantener en el Banco Central, así como la tasa de reserva de liquidez para las cooperativas de ahorro y crédito y asociaciones solidaristas.

Esta medida buscó: i) aumentar la disponibilidad de recursos prestables y reducir el costo de la captación en colones para estimular el crédito al sector privado, en una coyuntura de desaceleración en el ritmo de actividad económica; y ii) promover la desdolarización financiera, en el tanto contribuye a reducir el costo de intermediación financiera en colones.

Gráfico 11. Tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez
En porcentaje



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En conjunto, estas medidas propenden a mejorar las condiciones crediticias y, por esa vía, favorecer la recuperación de la actividad económica y del empleo. Por tanto, representan una postura clara y expresamente contracíclica de la política monetaria (Recuadro 2).

[25] De 5,25% a 5% a partir del 28 de marzo (Sesión 5870-2019), de 5% a 4,75% el 23 de mayo (Sesión 5877-2019) y de 4,75% a 4,50% el 20 de junio (Sesión 5882-2019).
[26] Sesión 5879-2019 del 31 de mayo de 2019.

Recuadro 2. La función contracíclica de la política monetaria

El propósito último de la política económica es mejorar el bienestar de la población. En el caso de la política monetaria, ese objetivo se ha articulado, especialmente en países con regímenes de metas de inflación, alrededor de la responsabilidad del banco central de mantener una inflación baja y estable. Para lograr este objetivo es imprescindible que los bancos centrales entiendan cómo se gestan las presiones inflacionarias.

Es por ello que, con mayor énfasis en los últimos treinta años, la literatura económica y la práctica de la política monetaria en muchos bancos centrales prestan atención a la brecha del producto. Esta variable se define como la diferencia entre el nivel de producción efectivo de la economía y el producto potencial, expresada (la diferencia) como un porcentaje del producto potencial. El producto potencial es el nivel máximo de producción que la economía puede alcanzar con la ocupación plena de sus recursos productivos, sin que ello genere presiones inflacionarias (Okun, 1970).

Si el nivel de producción de una economía está por debajo de su potencial (brecha del producto negativa), entonces hay recursos ociosos, entre ellos el factor trabajo (la tasa de desempleo tenderá a aumentar). En ese caso, se presentan presiones deflacionarias, pues la demanda agregada tiende a ser insuficiente y el poder de fijación de precios y salarios por parte de las empresas y los trabajadores cae.
En esas circunstancias, los bancos centrales tienen espacio para relajar las condiciones monetarias, por ejemplo, mediante reducciones en su tasa de política monetaria[1/] para bajar el costo de los fondos líquidos, o en la tasa de encaje mínimo legal para incrementar la disponibilidad de fondos prestables. Estas acciones facilitan las condiciones crediticias, y por tanto estimulan el consumo, la inversión, la generación de oportunidades de empleo y el crecimiento económico, sin que ello se manifieste en presiones inflacionarias (en el tanto las expectativas de inflación de los agentes económicos no cambien).

Por el contrario, si el nivel de producción está por encima del potencial (brecha del producto positiva), se tenderían a generar presiones inflacionarias, y los bancos centrales responderían restringiendo las condiciones monetarias para contener esas presiones.

Así, la política monetaria contracíclica busca modificar las condiciones financieras y crediticias de modo que se mitiguen los ciclos del producto y sus efectos sobre la inflación.

Este enfoque se apoya en la teoría de que la inflación en el corto plazo es influida por dos variables: las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y la brecha de producto. Una forma simple de describir la relación es la curva de Phillips, aumentada por expectativas:

$$\pi_t = E\,\pi_{t+1} + \alpha\, y^b_{t-i} \qquad (1)$$

Donde:
π_t : tasa de inflación en el periodo t
$E\,\pi_{t+1}$: expectativa en t de la inflación para el periodo t+1
y^b_{t-i} : brecha del producto en el periodo t-i
α : efecto de la brecha del producto sobre la inflación

Por tanto, un banco central trata de mantener la inflación baja y estable con acciones de política que buscan influir en la formación de expectativas de inflación y en la brecha del producto.

En particular, cuando el Banco Central de Costa Rica modifica su TPM, lo hace en respuesta al comportamiento prospectivo de la inflación, que a su vez se basa en lo que los agentes económicos consideran que será la inflación en el futuro y en la estimación del estado de la economía en el ciclo económico (brecha del producto).

La ecuación que define la relación entre esas variables y la TPM es lo que la literatura económica denomina Regla de Taylor, que en lo fundamental puede representarse de la siguiente manera:

$$TPM_t = r_0 + E\,(\pi_{t+i}) + \lambda_\pi\,(\pi_{t+i} - \pi^M) \qquad (2)$$

Donde:

r_0 : tasa de interés real neutral
π_{t+i} : inflación proyectada en t para t+i
π^M : meta de inflación de largo plazo
λ_π : coeficiente del desvío de la inflación con respecto a la meta

La expresión (2) indica que un banco central ajusta la TPM en función de las desviaciones proyectadas de la inflación con respecto a la meta. Y, como se desprende de la expresión (1), esa desviación depende a su vez de la estimación que tenga del estado de la economía con respecto al ciclo y de las expectativas inflacionarias de los agentes.

Por tanto, la respuesta de política monetaria incluye una evaluación integral del estado de la economía, incluyendo el ritmo de crecimiento de la actividad económica y la situación del empleo.

Precisamente, las decisiones que adoptó la Junta Directiva del Banco Central en el primer semestre de 2019, de disminuir la TPM y de reducir de 15% a 12% el encaje mínimo legal en moneda nacional, se fundamentaron explícitamente en la existencia de una brecha de producto negativa y una tasa alta de desempleo.

[1] Tasa de muy corto plazo utilizada como referencia para las operaciones en el mercado de liquidez.

3.2.6. Tasas de interés

Las tasas pasivas a julio de 2019 (hasta el día 17) en colones y en moneda extranjera no mostraron cambios significativos con respecto a las registradas en diciembre último. No obstante, entre febrero (previo a la primera modificación de la TPM) y julio disminuyeron 55 p.b. y 8 p.b., respectivamente. El cambio en TBP es reciente y de menor magnitud (35 p.b.). Por su parte, las tasas activas en ambas monedas han mostrado una relativa estabilidad (Gráfico 12).

Ello sugiere que los ajustes en la TPM no se han transmitido por completo a las tasas de interés de mercado. En efecto, los estudios del Banco Central revelan algunas características de ese proceso de transmisión para el caso costarricense:

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

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

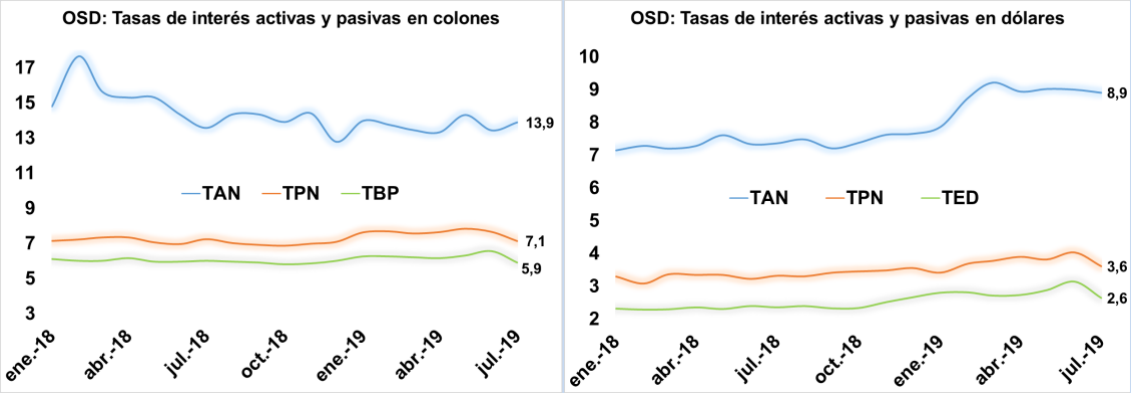
iii. Es asimétrico, en dos sentidos: a) los cambios en la TPM se transmiten con mayor intensidad a las tasas de ahorro que a las tasas de préstamos del sistema financiero; y b) los aumentos en la TPM se transmiten más rápidamente que las reducciones.

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

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

Por lo tanto, aún es pronto para observar resultados asociados a los ajustes realizados a la TPM desde fines de marzo de este año. Además, las tasas de mercado responden a muchos factores, y no solo a la TPM. En todo caso, desde la primera reducción en la TPM el 27 de marzo, sí se observa una tendencia a la baja en las tasas del mercado de dinero y en las tasas de interés de la captación a muy corto plazo de los intermediarios financieros. Además, la dirección del cambio de las tasas activas ha sido coherente con la señal de los ajustes en la TPM, y con la reducción del encaje mínimo legal en colones más recientemente.

Gráfico 12. Tasas de interés
En porcentaje



TAN: Tasa de interés activa negociada. TPN: Tasa de interés pasiva negociada. TBP: Tasa básica pasiva. TED: Tasa de interés efectiva en dólares.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el segundo trimestre de este año la tasa básica pasiva (TBP) experimentó un repunte, y una de las razones que explica el aumento es que los ahorrantes extendieron los plazos de los certificados de depósito, lo que obligó a las entidades financieras a pagar mayores rendimientos. Al 28 de marzo, por ejemplo, el indicador era del 6,2% y en junio cerró en 6,55%, nivel más alto desde setiembre de 2015.

De acuerdo con información de los intermediarios financieros, este comportamiento respondió a que los ahorrantes tendieron a incrementar el plazo de sus depósitos antes de la entrada en vigencia del incremento en el impuesto sobre la renta para la mayoría de instrumentos financieros (de 8% a 15% a partir del el 1ero de julio, Transitorio XXIII de la Ley 9635). No obstante, una vez pasado el efecto de ese incentivo tributario, la TBP empezó a bajar en julio, para ubicarse en 5,9% el 18 de julio.

3.2.7. Agregados monetarios y crédito al sector privado

La mayor disponibilidad de recursos[27] asociada a la reducción de la tasa de encaje y de la reserva de liquidez quedó de manifiesto en las operaciones del Mercado integrado de liquidez (MIL), pues los intermediarios financieros trasladaron temporalmente estos fondos desde las cuentas corrientes que mantienen en el Banco Central hacia instrumentos en el MIL, mientras esperan el momento oportuno para colocarlos en operaciones de crédito[28].

Por su parte, los agregados monetarios y crediticios presentaron tasas de crecimiento inferiores a las observadas el año anterior, acorde con la desaceleración de la actividad económica y la incertidumbre por la entrada en vigencia del impuesto al valor agregado (Cuadro 5). Por monedas, los agentes económicos mantuvieron la preferencia por el ahorro financiero en dólares y por el crédito denominado en colones.

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

Variación % interanual

	Medio circulante ampliado [2/]			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]	Colones	Dólares [3/]	Total [4/]
2018												
I semestre	6,5	3,8	5,4	8,0	2,1	5,7	9,8	8,0	9,3	5,9	1,4	4,0
II semestre	5,4	5,7	5,5	3,0	2,8	2,9	7,0	8,1	7,3	6,2	-0,7	3,4
2019												
I semestre	3,8	2,7	3,3	3,4	5,1	4,0	4,8	14,0	7,6	5,1	-3,2	1,7

[1/] Comprende al Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande. Información de BCCR al 30/06/19, bancos al 28/06/19 y del resto de intermediarios financieros a abril del 2019.
[2/] Incluye numerario en poder del público y depósitos (colones y dólares): cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.
[3/] Expresado en dólares estadounidenses.
[4/] Valoración en colones de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

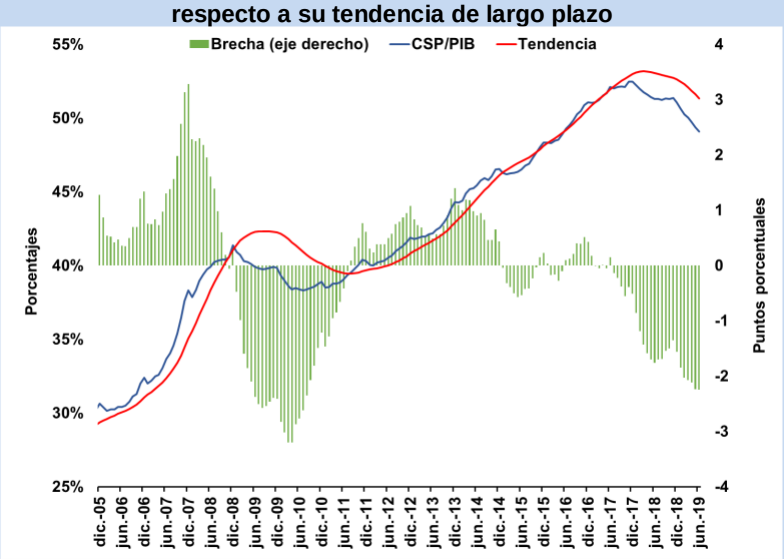
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[27] El monto promedio diario negociado en el MIL pasó de ¢189.414 millones en la primera quincena de junio a ¢371.832 millones en la segunda quincena. El exceso de liquidez fue captado por el Banco Central, por lo que su posición deudora neta promedio pasó de ¢1.514 millones en esa primera quincena a ¢277.403 millones en la segunda.
[28] En junio algunos bancos comerciales abrieron programas que contemplan recortes en tasas para nuevas operaciones de crédito o segmentos específicos (por ejemplo, pequeña y mediana empresa, vivienda, agricultura).

En efecto, para la riqueza financiera privada y riqueza financiera total, la participación relativa del componente en dólares aumentó 2,8 y 1,9 p.p. (en igual orden), alcanzando 37,5% y 31,5% del total. El aumento en la dolarización del ahorro financiero es atribuible, entre otros, a las altas tasas de interés que en los primeros meses del año ofreció el Gobierno por recursos en moneda extranjera en el mercado local y al alza en las expectativas de variación cambiaria a 12 meses (que pasaron de 3,2% en enero a 3,8% en junio). Ambos factores (aumento en tasas en dólares y en expectativas de variación cambiaria) hicieron que el premio por ahorrar en moneda nacional bajara[29].

En cuanto al crédito al sector privado, su comportamiento por monedas ha sido muy disímil: a junio de 2019 el saldo del crédito en colones aumentó 5,1% en tanto que el saldo en dólares cayó 3,2% respecto a un año atrás. Debido a lo anterior, la participación de la moneda nacional respecto al total aumentó 1,9 p.p., ubicándose en 60,8%. Esto es una señal positiva: la elevada dolarización financiera reduce la efectividad de la política monetaria e introduce riesgos para la estabilidad del sistema financiero (cerca del 70% del crédito en moneda extranjera ha sido canalizado a deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones). La desaceleración del crecimiento del crédito al sector privado desde el 2017 ha implicado la caída de su saldo como proporción del PIB. De hecho, la razón del crédito al sector privado a PIB está por debajo de su tendencia de largo plazo, con lo que se ha abierto una brecha de crédito negativa[30] (Gráfico 13).

Gráfico 13. Brecha del crédito al sector privado (% del PIB) respecto a su tendencia de largo plazo



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[29] El premio por ahorrar en moneda nacional resulta de comparar, a un mismo plazo, la rentabilidad de un instrumento financiero denominado en colones (ajustada por las expectativas de variación cambiaria) con la rentabilidad esperada de un instrumento financiero denominado en moneda extranjera. Valores positivos del premio indican que se espera un mayor rendimiento por ahorrar en colones, en tanto valores negativos favorecen el ahorro en moneda extranjera.

[30] De acuerdo con la metodología de Gourinchas, P. y R. Valdés, O. Landerretche (2001), "Lending booms: Latin America and the World", Working paper 8249, National Bureau of Economic Research.

En general, la baja tasa de crecimiento del crédito al sector privado obedece fundamentalmente al menor ritmo de actividad económica y a la incertidumbre de los agentes económicos sobre el panorama económico y sobre el impacto de la reforma fiscal. No se trata de un problema de escasa oferta de recursos prestables, sino principalmente de una baja demanda por crédito para el consumo y la inversión por parte de los agentes económicos (Recuadro 3). Además, en el bajo crecimiento del crédito puede haber influido, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, el alto endeudamiento de los hogares (estimado en 60% del ingreso disponible).

El bajo crecimiento del crédito y la apertura de una brecha de crédito negativa ha sido uno de los factores que han motivado las medidas de relajamiento de la política monetaria por parte del Banco Central y también medidas regulatorias complementarias por parte del Conassif. El objetivo de todas estas medidas es generar condiciones crediticias más favorables para estimular la demanda de crédito.

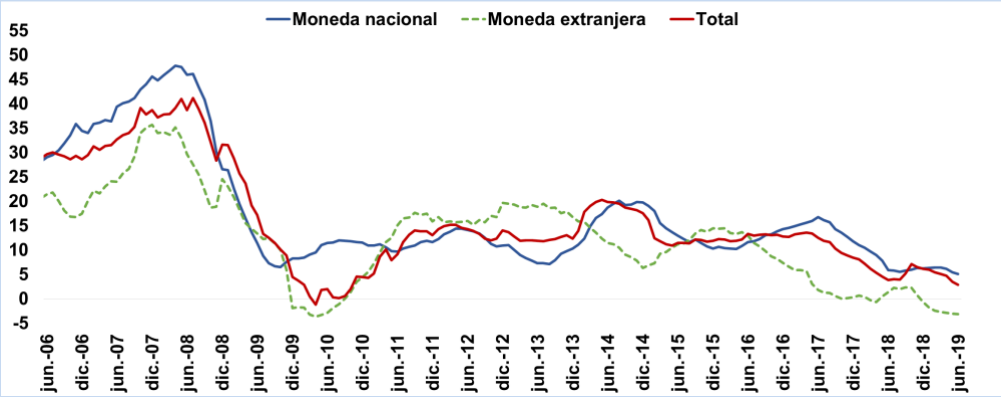
Recuadro 3. Comportamiento del crédito al sector privado

El crédito otorgado por las otras sociedades de depósito[1] al sector privado ha seguido una trayectoria decreciente a partir de noviembre de 2015. Sin embargo, este comportamiento se acentuó desde mediados de 2017, en línea con la desaceleración de la producción. Particularmente, en el primer semestre de 2019 esta variable creció a una tasa media de 2,2%, que es históricamente muy baja (incluso en 2009 y 2010, cuando el crédito al sector privado (CSP) presentó una significativa desaceleración debido al impacto de la crisis financiera internacional de 2008, las tasas de variación interanuales fueron superiores a las observadas en el presente año[2]).

Al analizar la composición del CSP por tipo de moneda, se aprecia que la desaceleración del crédito en los últimos tres años ha sido mayor en el componente en moneda extranjera, que incluso presenta variaciones interanuales negativas desde finales del año pasado (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1. Crédito total otorgado por las otras sociedades de depósito al sector privado, por tipo de moneda

Variación interanual en porcentaje



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[1] Incluye a los bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, entidades financieras privadas, mutuales y Caja de Ande.
[2] Considerando las tasas de variación interanuales del CSP total sin incluir el efecto de la variación del tipo de cambio.

Entre el 2011 y el primer trimestre de 2013, el CSP en moneda extranjera creció rápidamente, financiado en buena medida con recursos externos, toda vez que los bancos comerciales aprovecharon las bajas tasas de interés internacionales para obtener fondos con el fin de otorgar préstamos en el mercado local.

En vista de que la dolarización financiera reduce la efectividad de la política monetaria y genera riesgos para la estabilidad financiera, a partir de 2013 el Banco Central y el Conassif tomaron varias medidas con el fin de limitar los riesgos asociados a una mayor dolarización del crédito[3].

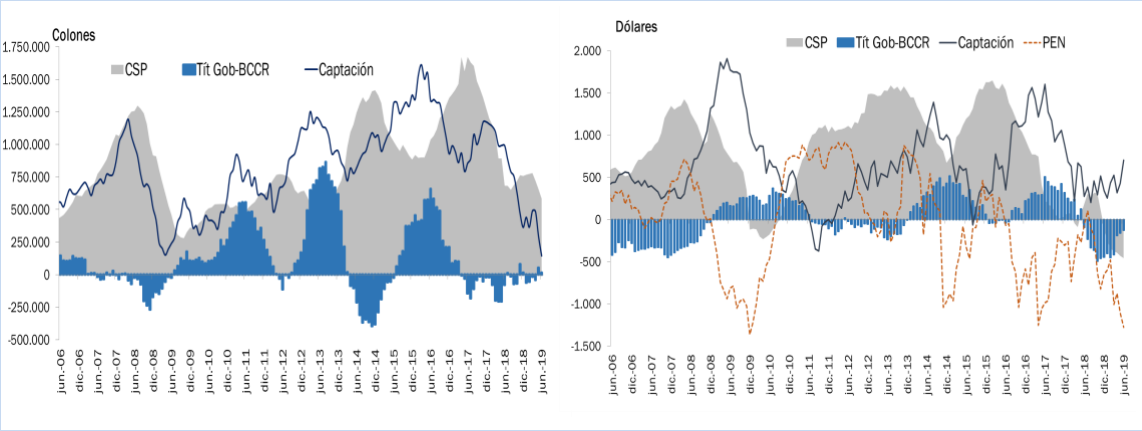
Estas medidas contribuyeron a reducir el ritmo de crecimiento del CSP en moneda extranjera en 2016 y 2017. En mayo de 2018, el Conassif decidió atenuar temporalmente el efecto de las medidas para reducir la dolarización, lo cual tuvo un impacto positivo, pero transitorio, en el crédito en moneda extranjera. A partir de agosto de 2018, el Banco Central adoptó una política de mayor flexibilidad cambiaria, y además entre setiembre y noviembre de ese año el mercado cambiario enfrentó un nuevo episodio de tensión que afectó las expectativas de variación cambiaria.

Estos hechos, unidos al poco dinamismo de la actividad económica y el aumento de las tasas de interés activas, llevaron a que en el primer semestre de 2019 el CSP en moneda extranjera registrara tasas de variación negativas. En tanto que en el CSP en colones, la desaceleración observada a partir de 2017 está más relacionada con el comportamiento de la producción.

El estado de origen y aplicación de fondos sugiere que las entidades financieras dispusieron de suficientes recursos para otorgar crédito (Gráfico 3.2). En el caso de la moneda extranjera incluso hubo margen para que cancelaran parte de sus pasivos externos, tal como se aprecia en el Gráfico 3.3. Por tanto, aunque el comportamiento del CSP en años recientes ha estado afectado por diversos factores, las cifras apuntan a que el menor dinamismo de esta variable en 2018 y 2019 responde mayormente a consideraciones de demanda y no a una restricción de la oferta de fondos prestables.

Gráfico 3.2. Otras sociedades de depósito: Origen y aplicación de fondos

Saldos en millones



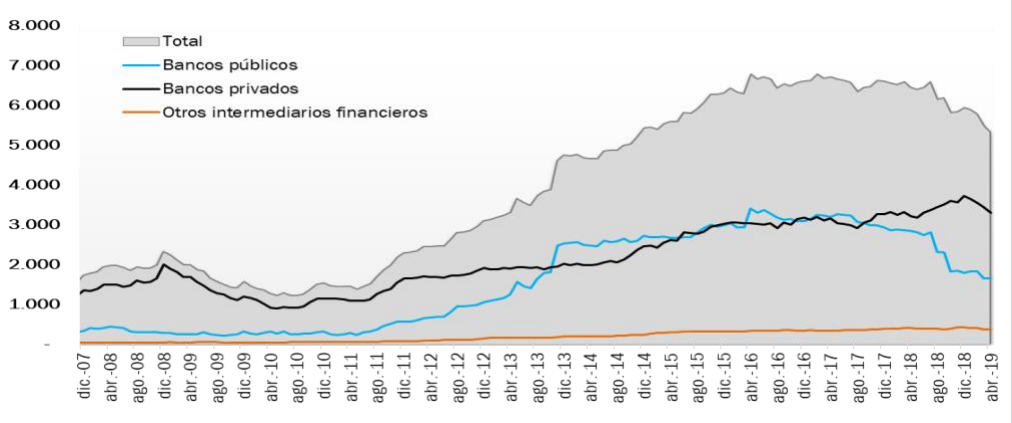
PEN= pasivos externos netos
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de la Sugef.

[3] El detalle de estas medidas puede consultarse en la Memoria Anual del Banco Central de Costa Rica.

En este sentido, la debilidad de la actividad económica, la incertidumbre prevaleciente y los bajos niveles de confianza, y el elevado endeudamiento de los hogares, son los principales elementos que explican la desaceleración observada en el CSP en estos dos últimos años. En el caso del componente en moneda extranjera, la demanda podría haber sido afectada, además, por una mayor internalización del riesgo cambiario por parte de los demandantes de crédito.

Gráfico 3.3. Otras sociedades de depósito: Endeudamiento externo neto

Millones de USD



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el presente año el Banco Central ha tomado algunas medidas para estimular las condiciones crediticias e impulsar la actividad económica, con fundamento en lo establecido en el artículo 2 de su Ley Orgánica. En ese sentido, redujo en tres ocasiones la Tasa de Política Monetaria, para un acumulado de 75 p.b., hasta ubicarla en 4,5%, y disminuyó la tasa de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez sobre las obligaciones en moneda nacional de 15% a 12% a partir del 16 de junio del presente año.

Además, el Conassif aprobó varias iniciativas que facilitan el acceso al crédito; en particular, medidas para adecuar mejor el perfil de riesgo de los deudores al nivel de atraso en el servicio de sus deudas; para facilitar operaciones de readecuación y refinanciamiento de créditos; y para definir el nivel máximo de cartera crediticia en mora permitida a una entidad con base en su modelo de negocios.

3.2.8. Mercado cambiario

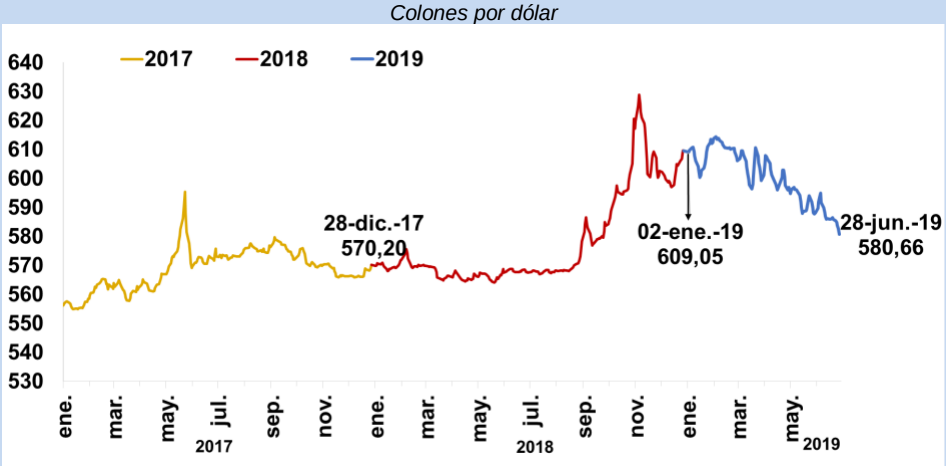
Contrario a lo observado en el segundo semestre de 2018, en el primer semestre de 2019 el mercado cambiario no presentó eventos de tensión. En este lapso, las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público (“ventanillas”) registraron un superávit acumulado de *USD* 812,0 millones que, si bien es inferior al registrado en igual periodo del año anterior (*USD* 928,0 millones), permitió al Banco Central atender los requerimientos de divisas del Sector Público No Bancario (SPNB) y restituir parcialmente las divisas vendidas por ese concepto en periodos previos. Ese excedente fue particularmente alto para el segundo trimestre (superior a lo registrado en igual lapso de años previos) y permitió, además, que los intermediarios cambiarios autorizados aumentaran su posición en moneda extranjera en *USD* 180,2 millones en el segundo trimestre y *USD* 256 en el primer semestre del año.

La mayor disponibilidad de moneda extranjera se reflejó en una mayor estabilidad en el tipo de cambio (en relación con el segundo semestre de 2018)[31], con una tendencia a la baja durante el periodo en comentario. Al término del primer semestre de 2019, el tipo de cambio promedio ponderado de Monex registró una variación interanual de 2,3% y una tasa acumulada de -4,7% (Gráfico 14).

El comportamiento del mercado cambiario estuvo influido principalmente por la mejora en la percepción de los agentes económicos sobre la economía nacional, una vez aprobada la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, así como por la mayor abundancia relativa que suele presentar dicho mercado en esta época del año (hasta abril). En el segundo trimestre, es posible que haya influido, además, la expectativa de una pronta aprobación legislativa del endeudamiento externo del Gobierno.

Gráfico 14. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex

Colones por dólar



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[31] El coeficiente de variación del tipo de cambio en el Mercado de monedas extranjeras (Monex) pasó de 0,41% en el primer semestre de 2018 a 2,97% en el segundo semestre de ese mismo año y luego se redujo a 1,52% en el primer semestre de 2019.

4. Perspectivas macroeconómicas 2019-2020

4.1. Perspectivas para la economía internacional: Periodo 2019-2020

Los organismos internacionales prevén, y lo han hecho desde hace tiempo, que la economía mundial y las de nuestros principales mercados de exportación crezcan en 2019 y 2020 a una tasa media inferior a la observada en 2018 (Cuadro 6 y Gráfico 15). Más aún, en un contexto de incertidumbre mundial, bajos niveles de confianza del consumidor, y desaceleración del comercio internacional y de la producción industrial (Gráfico 1), los organismos internacionales y analistas especializados en la materia han venido revisando a la baja sus proyecciones de crecimiento económico mundial para el 2019 y, en menor medida, para el 2020 (Recuadro 4). De la misma forma, los bancos centrales de las principales economías han revisado a la baja sus proyecciones de crecimiento económico, sobre todo para el 2019. Además, en respuesta a ello, han relajado su política monetaria o al menos pospuesto el endurecimiento previsto y anunciado un curso más relajado a futuro, todo lo cual redujo la presión al alza sobre las tasas de interés internacionales.

Cuadro 6. Principales variables internacionales

Porcentajes

	Promedio 2015-18	2017	2018 1/	Proyecciones 2019	Proyecciones 2020
Crecimiento del producto					
Mundial	**3,5**	**3,1**	**3,0**	**2,6**	**2,7**
Economías avanzadas	2,0	2,3	2,1	1,7	1,5
Estados Unidos	2,3	2,2	2,9	2,5	1,7
Zona del euro	1,6	2,4	1,8	1,2	1,4
Mercados emergentes y en desarrollo	4,7	4,5	4,3	4,0	4,6
China	7,0	6,8	6,6	6,2	6,1
América Latina y Caribe	1,0	1,7	1,6	1,7	2,5
Brasil	-0,2	1,1	1,1	1,5	2,5
Socios comerciales, promedio 2/	**2,6**	**2,7**	**2,4**	**2,1**	**2,1**
Inflación mundial (IPC)					
Economías avanzadas	1,3	1,7	1,7	2,0	1,9
Mercados emergentes y en desarrollo	4,6	4,5	5,0	4,7	4,6
Socios comerciales, promedio 3/	**1,9**	**2,4**	**2,7**	**2,1**	**2,6**
Precio del petróleo (*USD*) 4/	64,7	62,9	78,4	75,2	73,7
Variación %	*-3,4*	*18,4*	*24,7*	*-4,1*	*-1,9*
Términos de intercambio	1,3	-2,3	-2,7	0,7	1,0
Libor 6 meses	1,7	1,8	2,9	1,8	1,6

1/ Estimaciones.
2/ Ponderado por los flujos de exportación acumulados a mayo de 2019.
3/ Ponderada por la importancia en el comercio.
4/ Corresponde al precio por barril de producto terminado importado por Costa Rica, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg (promedio de tres meses) más un margen de USD 16 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 Fondo Monetario Internacional (Abr-19), Banco Mundial (Jun-19) y Bloomberg.

Recuadro 4. Revisiones a la baja del crecimiento económico mundial

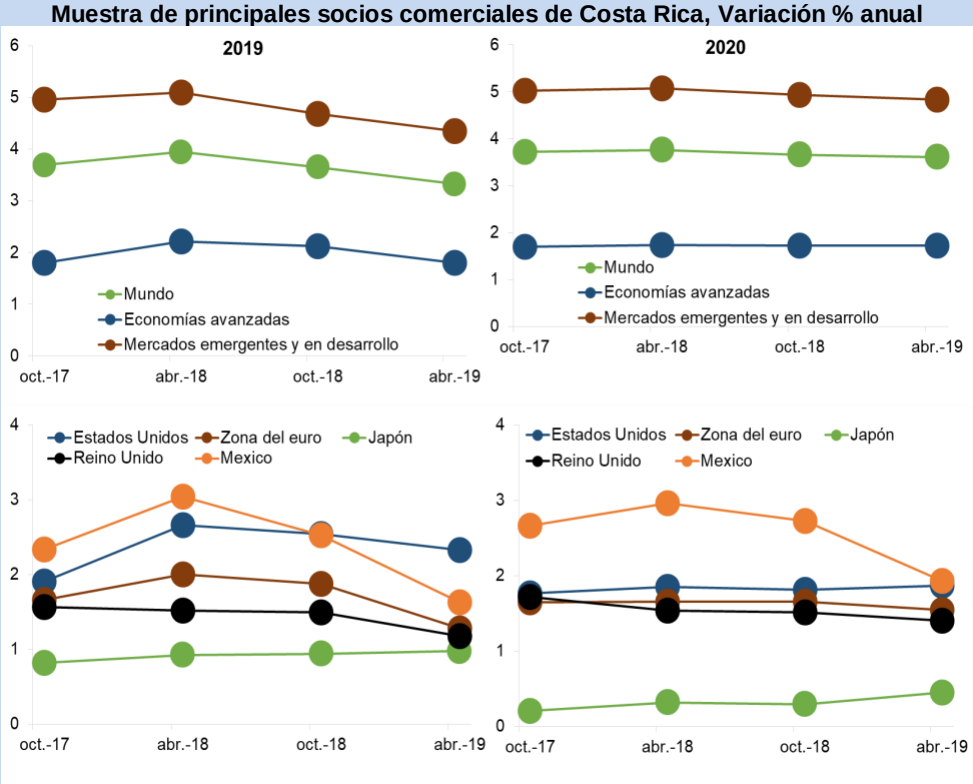
Los organismos internacionales y las revistas especializadas como Consensus Forecasts han venido revisando a la baja sus proyecciones de crecimiento económico mundial para el 2019 y, en menor medida, para el 2020 (Gráfico 4.1). Estas revisiones se fundamentan principalmente en:

a) La incertidumbre por las tensiones comerciales entre Estados Unidos (EUA) y China y el impacto de las medidas arancelarias en el PIB mundial. En esta línea, Christine Lagarde, directora gerente del FMI, en el blog "Cómo apoyar, y no obstaculizar, el crecimiento mundial", del 5 de junio pasado, señaló que prevén que los nuevos aranceles anunciados por estos países en mayo podrían tener efectos negativos en la inversión y en la productividad y con ello reducir el crecimiento mundial en casi 0,5 p.p. en el 2020.

b) La desaceleración del comercio mundial. El comercio mundial perdió impulso en el 2018 debido al alza en las tensiones comerciales y en la incertidumbre económica, al crecer 3,0%. La Organización Mundial de Comercio prevé que el crecimiento del volumen del comercio de mercancías baje a 2,6% en 2019.

c) El proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*). Esta salida fue inicialmente prevista para el 29 de marzo del presente año. Luego de varias prórrogas, la fecha actual es el próximo 31 de octubre. Las expectativas de mercado sobre un *Brexit* sin acuerdo han aumentado.

Gráfico 4.1 Evolución de las proyecciones económicas para el bienio 2019-2020
Muestra de principales socios comerciales de Costa Rica, Variación % anual



Fuente: Informes Perspectivas de la economía mundial, Fondo Monetario Internacional.

Frente a este contexto de mayor incertidumbre y desaceleración del comercio y la economía internacional, los bancos centrales de las principales economías también han revisado sus proyecciones de crecimiento económico a la baja, especialmente para 2019 (Cuadro 4.1). Además, los bancos centrales han relajado su política monetaria o al menos pospuesto el endurecimiento previsto (Cuadro 1 del texto principal), lo cual redujo la presión al alza sobre las tasas de interés internacionales.

Cuadro 4.1 Cambio en proyecciones de crecimiento de algunos bancos centrales

Variación anual en porcentaje

	2019	2020	Variación (p.p.) 2019	Variación (p.p.) 2020
Estados Unidos				
jun-18	2,4	2,0		
set-18	2,5	2,0	0,1	0
dic-18	2,3	2,0	-0,2	0
mar-19	2,1	1,9	-0,2	-0,1
jun-19	2,1	2,0	0	0,1
Zona del euro				
jun-18	1,9	1,7		
set-18	1,8	1,7	-0,1	0
dic-18	1,7	1,7	-0,1	0
mar-19	1,1	1,6	-0,6	-0,1
jun-19	1,2	1,4	0,1	-0,2
Inglaterra				
may-18	1,7	1,7		
ago-18	1,8	1,7	0,1	0
nov-18	1,7	1,7	-0,1	0
feb-19	1,2	1,5	-0,5	-0,2
may-19	1,5	1,6	0,3	0,1

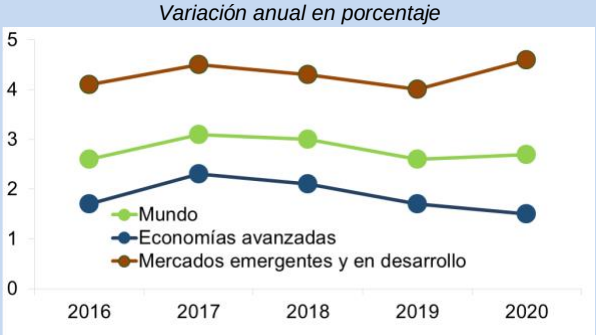
	2019	2020	Variación (p.p.) 2019	Variación (p.p.) 2020
Chile				
jun-18	3,25-4,25	3,0-4,0		
sep-18	3,25-4,25	2,75-3,75	0	-0,25
dic-18	3,25-4,25	2,75-3,75	0	0
mar-19	3,0-4,0	3,0-4,0	-0,25	0,25
jun-19	2,75-3,5	3,0-4,0	-0,25	0
México				
may-18	2,2-3,2			
ago-18	1,8-2,8		-0,4	
nov-18	1,7-2,7	2,0-3,0	-0,1	
feb-19	1,1-2,1	1,7-2,7	-0,6	-0,3
may-19	0,8-1,8	1,7-2,7	-0,3	0

Fuente: Información de bancos centrales.

En particular, el Banco Mundial, en su informe “Perspectivas económicas mundiales” de junio de 2019, proyecta una desaceleración en el crecimiento de EUA, principal destino de nuestras exportaciones para 2019 y 2020, como consecuencia de la disipación de los efectos del estímulo fiscal de 2018 y de la incertidumbre creada por las altas tensiones comerciales con China. Además, prevé que la economía nicaragüense continúe enfrentando dificultades por lo que esa economía se contraería -5,0% en 2019, con una moderada recuperación del crecimiento a 1,1% en 2020. Ello continuaría afectando el intercambio comercial de Costa Rica con esa nación y el resto de la región centroamericana, por lo menos este año.

Gráfico 15. Proyecciones de crecimiento mundial Banco Mundial

Variación anual en porcentaje



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

En línea con la desaceleración de la economía mundial, la inflación en las economías avanzadas y emergentes ha estado más atenuada de lo previsto y, por tanto, los organismos internacionales han reducido sus proyecciones de inflación. El FMI prevé que la inflación permanezca en torno a la meta en varias economías avanzadas, en tanto que en las economías emergentes y en desarrollo espera una inflación de 4,7% en 2019 y 4,6% en 2020. Para los principales socios comerciales del país, la inflación promedio se mantendría en 2,1% y 2,6% para el bienio de proyección.

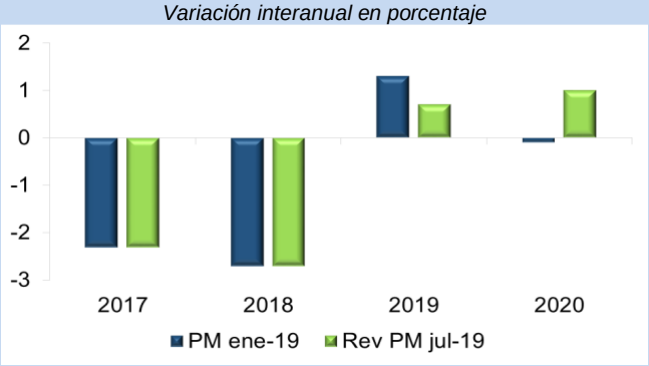
Por su parte, los términos de intercambio del país fueron impactados negativamente hasta el primer trimestre del 2019 por dos choques exógenos: un crecimiento del precio del cóctel de hidrocarburos mayor al esperado y menores precios de exportación de algunos productos agrícolas, como la piña[32]. Pero ese deterioro en los términos de intercambio se ha revertido en los últimos meses.

Esta revisión del Programa Macroeconómico supone que el promedio anual del precio del petróleo, medido por el precio del cóctel de hidrocarburos (producto terminado) importado por Costa Rica, tendría una reducción de cerca de 4,1% en el 2019 y de 1,9% en el 2020. Este comportamiento se basa en los precios de contratos a futuro del WTI, que es el referente relevante para la economía costarricense.

Dado lo anterior, se estima que, después de caer 2,7% en 2018, los términos de intercambio para nuestro país mejorarían en 0,7% en 2019 y 1,0% en el 2020 (Gráfico 16). Particularmente para 2019 esa mejora es menor a lo previsto en enero último, cuando la estimación supuso 1,5 p.p. y 0,6 p.p. más para el primer semestre y para el año, en ese orden. Esta diferencia impacta directamente el ingreso disponible de hogares y empresas, por lo que explica parte de la desaceleración observada en el consumo y la inversión.

Gráfico 16. Términos de intercambio

Variación interanual en porcentaje



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[32] Los precios internacionales de la piña han sido afectados por el surgimiento de nuevos competidores (Filipinas y Tailandia) en los mercados internacionales.

Como se mencionó, se prevén condiciones financieras internacionales menos restrictivas, lo que tiene repercusiones positivas sobre nuestra economía. El presente ejercicio macroeconómico supone que la tasa Libor a 6 meses se ubicaría en 1,8% y 1,6% para 2019-20, desde 2,9% en 2018.

En resumen, para el periodo 2019-2020 se prevé que la demanda externa por nuestras exportaciones crecerá a tasas menores que las de 2018, que la inflación promedio en nuestros principales socios comerciales también se mantenga relativamente moderada, que los términos de intercambio para nuestro país mejoren en el 2019, aunque en menor medida a lo previsto en enero, y que las condiciones financieras internacionales se tornen más favorables.

4.2. Proyecciones para la economía nacional: Periodo 2019-2020

4.2.1. Producción e ingreso disponible

El crecimiento del volumen de la producción se proyecta en 2,2% para 2019 y 2,6% para 2020, proyecciones que resultan inferiores a lo previsto en el Programa Macroeconómico de enero pasado, cuando se estimó un crecimiento de 3,2% y 3,0%, en ese orden. Esta revisión a la baja se explica tanto por factores externos como internos, que suscitarían una contracción de la inversión pública y privada y un menor crecimiento del consumo de los hogares y de las exportaciones.

En el frente externo se materializaron algunos riesgos señalados en la programación macroeconómica de enero, tales como un menor crecimiento de la economía mundial; la caída en los precios de algunos de nuestros principales productos agrícolas de exportación; precios del petróleo mayores a los previstos; y una profundización de las tensiones político-sociales y de la recesión en Nicaragua, lo que ha impactado fuertemente las exportaciones costarricenses, en particular de manufacturas, a Centroamérica.

Además de estos choques externos, a la actividad económica en el primer semestre de 2019, y a las proyecciones de crecimiento para lo que resta del año, las han afectado choques climáticos que golpearon adversamente la producción agrícola y las exportaciones de esta industria.

Por otra parte, si bien la calma retornó a los mercados financieros domésticos y al mercado cambiario tras la aprobación de la Ley 9635, que redujo la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas del Gobierno en el mediano plazo, ello no fue suficiente para impulsar el consumo o la inversión privada. La confianza sigue siendo baja y las perspectivas de los empresarios y consumidores continúan pesimistas[33], lo cual ciertamente no fue previsto en las proyecciones del Banco Central de enero último.

[33] Con una calificación de 5,7 puntos de 10 posibles, la proyección de confianza de empresarios en la economía retrocedió en el segundo trimestre del 2019, según Uccaep. Un 62% de los dueños de empresas dijo que este no es un buen momento para realizar inversiones en su empresa. Además, si bien la confianza de los consumidores repuntó en 2019 respecto a noviembre de 2018, el nivel continúa en un umbral pesimista.

Finalmente, un menor grado de ejecución observado y previsto en los proyectos de inversión pública, en relación con lo que se esperaba en la programación macroeconómica de enero de este año, ha afectado la actividad económica hasta ahora y afectaría las perspectivas para el bienio 2019-2020.

Cuadro 7. Demanda y oferta globales en volumen
Variación % interanual

	Promedio 2013-18	2018	2019		2020	
			REV_PM	PM	REV_PM	PM
Producto Interno Bruto (1+2-3)	**3,3**	**2,6**	**2,2**	**3,2**	**2,6**	**3,0**
1 Demanda interna	**3,0**	**1,3**	**1,4**	**3,2**	**2,6**	**2,7**
a. Consumo privado	3,4	1,9	1,6	2,4	2,5	2,4
b. Consumo de gobierno	2,4	0,5	3,9	3,2	0,0	1,1
c. Inversión (FBKF)	1,8	3,2	-4,4	4,5	2,4	4,3
Inversión privada	*2,5*	*5,3*	*-4,4*	*3,7*	*3,7*	*5,1*
Inversión pública	*0,1*	*-3,2*	*-4,4*	*7,3*	*-1,8*	*1,5*
d. Variación de Inventarios (% PIB)	*0,1*	*1,0*	*1,9*	*1,6*	*2,0*	*1,7*
2 Exportaciones	**4,9**	**4,2**	**4,2**	**4,3**	**4,3**	**4,6**
Bienes	4,4	5,1	4,3	4,9	4,3	4,7
Servicios	5,7	3,0	4,1	3,5	4,3	4,5
3 Importaciones	**3,9**	**0,1**	**1,9**	**4,5**	**4,5**	**4,0**
Bienes	3,0	0,2	1,4	4,4	4,5	3,9
Servicios	8,7	-0,5	4,0	4,6	4,8	4,2
Ingreso disponible bruto real	**3,2**	**1,4**	**2,1**	**3,6**	**2,5**	**3,0**

PM: Programa Macroeconómico REV_PM: revisión PM
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En este contexto, por componentes del gasto (Cuadro 7), se estima que la demanda interna crecería en el bienio 2019-2020 a menor ritmo respecto al promedio observado en el lapso 2013-2018. Específicamente, la inversión se estaría contrayendo en el 2019, tanto por la menor construcción privada (comportamiento consecuente con la menor demanda de crédito del sector privado y expectativas empresariales poco optimistas), como por una ejecución menor a la programada en proyectos de obra pública. Para el 2020 se espera que el relajamiento de las condiciones crediticias asociado a la menor presión del Gobierno en el mercado financiero local y el impulso monetario del Banco Central, propicien un crecimiento moderado de la inversión privada, en tanto que la persistencia de problemas de ejecución pública podría provocar una caída adicional en la inversión pública[34].

Por su parte, el consumo final de los hogares crecería 2,0% como promedio anual en el bienio 2019-2020, por debajo del promedio del periodo 2013-2018 (3,4%). El consumo privado proyectado para 2019 es también significativamente inferior a lo previsto en enero. Son varios los factores que explican la pérdida de dinamismo del consumo privado, entre los que destacan: i) el menor crecimiento del ingreso disponible (2,1% en 2019 y 2,5% un año después), asociado a una menor ganancia por términos de intercambio (mayores precios del petróleo) en relación con lo esperado en enero de este año; a la desaceleración

[34] Esta caída sería parcialmente compensada por la adquisición de equipo ferroviario y de equipo de cómputo para el "Programa de fortalecimiento del sistema educativo" del Ministerio de Educación Pública.

económica y el alto desempleo; y al efecto negativo de la reforma fiscal sobre el consumo privado, equivalente a 0,35% y 0,72% del PIB en el bienio 2019-2020; ii) el alto nivel de endeudamiento de las familias, que limita las posibilidades de acceso a más crédito; y iii) el pesimismo de los consumidores, motivado por el bajo crecimiento económico y la incertidumbre sobre el impacto de la reforma fiscal dispuesta en la Ley 9635[35].

El gasto de consumo del Gobierno General sería impulsado por un efecto "rebote" después del impacto negativo de la prolongada huelga de los empleados públicos en el segundo semestre del 2018[36]. En el 2020, por otra parte, se estima que ese rubro se estancará, como consecuencia de la estricta aplicación de la regla fiscal (Recuadro 6), especialmente vía una menor contratación de nuevos funcionarios y la contención en la compra de bienes y servicios. Como se explicará más adelante, el mayor déficit fiscal en 2019 y un crecimiento del PIB más bajo, implicarían, en virtud de la regla fiscal, mayores restricciones en el crecimiento del gasto corriente del Gobierno en los próximos años.

Por su parte, la demanda externa estará condicionada por un contexto internacional menos favorable, que tendría mayores efectos adversos sobre la producción de las empresas del régimen definitivo. Además, los bajos precios de exportación de bienes en los mercados internacionales y las condiciones climatológicas adversas asociadas al fenómeno El Niño y observadas en la primera mitad del año, tienen implicaciones negativas sobre el crecimiento anual de la actividad agropecuaria, principalmente en los cultivos de piña y banano. Sin embargo, se prevé que el crecimiento de la exportación de servicios será superior al promedio de los dos años anteriores, y compensará parcialmente la desmejora en el balance comercial de bienes y servicios.

En términos agregados, se prevé que las exportaciones totales de bienes y servicios crecerán en promedio 4,3% en el bienio, principalmente por el incremento en las colocaciones de productos de las empresas de regímenes especiales (equipo e implementos médicos), y por la evolución esperada de las exportaciones de servicios. En contraste, las ventas de banano, piña y de productos manufacturados del régimen definitivo disminuirían en 2019, con una leve recuperación en 2020.

En relación con las importaciones, la revisión a la baja para el 2019 es coherente con el comportamiento de la producción y de la demanda interna. En particular, este año las importaciones serían afectadas por la caída en la compra externa de materiales de construcción, bienes de capital y de consumo (vehículos, por ejemplo), así como la desaceleración de las importaciones de materias primas utilizadas en la manufactura de las empresas del régimen definitivo vinculadas con las industrias metalúrgica, química y farmacéutica. Por otra parte, aunque menor que lo previsto en el Programa Macroeconómico de enero, se proyecta un crecimiento robusto en las importaciones de servicios empresariales e informáticos, licencias y derechos de uso de marcas y servicios

[35] Ver: La confianza de los consumidores, Encuesta N° 62, Mayo 2019, Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica.

[36] Para más detalle, consultar "Recuadro 1. Impacto sobre la producción de la huelga en el sector público en 2018", del Programa Macroeconómico 2019-2020, publicado por el Banco Central en enero de 2019.

de transporte aéreo[37]. Por su parte, en el 2020, acorde con el crecimiento de la actividad económica, las importaciones mostrarán un mayor dinamismo.

El ingreso disponible bruto real crecería a tasas inferiores a las previstas en enero. Tal como se indicó previamente, la desaceleración de esta variable estaría explicada por una menor ganancia en los términos de intercambio de la proyectada en enero (lo que a su vez resulta del repunte en los precios del petróleo y la reducción, en menor cuantía, de los precios de los productos de exportación), y por el menor ritmo de crecimiento del producto.

Por actividad económica (Cuadro 8), se prevé que en el lapso 2019-2020 el crecimiento estaría liderado por los servicios de educación y salud (consecuencia del efecto de "rebote" asociado a la huelga de empleados públicos en el segundo semestre de 2018), y por las actividades profesionales y de apoyo a empresas, por la mayor demanda externa de estos servicios. Las actividades de manufactura reflejarían el incremento en la demanda por productos elaborados por empresas del régimen especial, mientras que las empresas del régimen definitivo tendrán una leve recuperación hasta el 2020.

En la revisión del crecimiento real para el 2019, influyó la caída en las actividades de la construcción, comercio y agricultura. En el primer caso, se contrajo primordialmente la construcción de edificaciones residenciales y comerciales, debido en parte a la incertidumbre ante la entrada en vigencia de la reforma fiscal, que afectó negativamente las decisiones de inversión. Por su parte, la baja confianza del consumidor incidió negativamente en la actividad comercial. En el caso de la industria agropecuaria, diversos factores externos e internos (bajos precios internacionales, como el de la piña y el azúcar, el efecto adverso del fenómeno El Niño, así como diversas enfermedades, como el hongo de la roya) han afectado negativamente la producción.

Para el 2020, el crecimiento estimado se redujo en 0,4 p.p. en relación con el contemplado en el Programa Macroeconómico de enero. En este resultado incidió el menor crecimiento previsto de la actividad manufacturera, una leve caída en la actividad de la construcción debido la postergación de obras de infraestructura pública en transporte, generación eléctrica (proyecto geotérmico Borinquen) y deportes. En el caso del comercio se estima una recuperación moderada, de acuerdo con la evolución prevista de la demanda interna.

[37] Las mayores importaciones de servicios informáticos están asociadas al buen desempeño de la actividad productiva de los servicios informáticos, consultoría en gestión financiera y de apoyo a oficinas, así como dispositivos médicos que, debido a la importancia de los viajes de negocios en estas actividades, demandan servicios de transporte aéreo (según la información de la cuenta satélite de turismo, el 35% del gasto en viajes por turismo emisor corresponde a negocios).

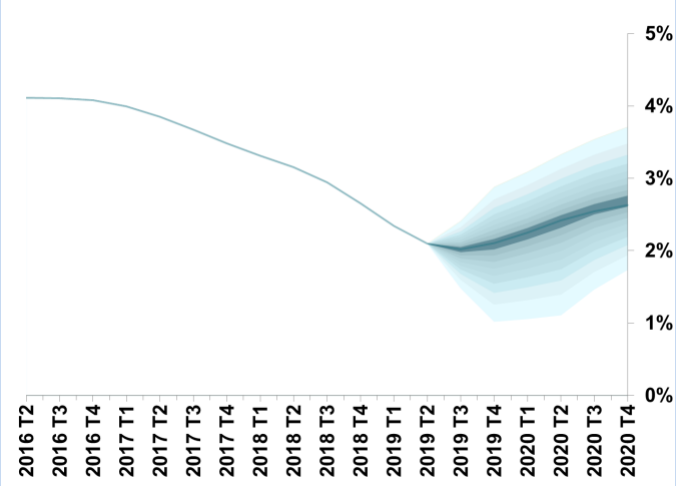
Cuadro 8. PIB y valor agregado por industria
Aporte a la variación interanual en volumen (p.p.)

	Promedio 2013-18	2018	2019		Dif	2020		Dif
			REV_PM	PM		REV_PM	PM	
PIB real	**3,3**	**2,6**	**2,2**	**3,2**	**-1,0**	**2,6**	**3,0**	**-0,4**
Agropecuaria	**0,1**	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0
Manufacturera	**0,1**	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,4	0,5	-0,1
Construcción	**0,0**	0,3	-0,4	0,1	-0,5	0,0	0,1	-0,1
Comercio	**0,4**	0,1	-0,1	0,2	-0,3	0,1	0,2	-0,1
Resto	**2,7**	1,8	2,5	2,4	0,1	2,0	2,1	-0,1

PM: Programa Macroeconómico REV_PM: Revisión PM
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como todo pronóstico, la proyección de crecimiento económico está sujeta a algún grado de incertidumbre. El Gráfico 17 captura, con base en la volatilidad histórica y esperada, el abanico de probabilidad sobre la trayectoria del PIB y de las variables que lo explican.

Gráfico 17. Gráfico de abanico para el crecimiento económico
Variación porcentual interanual



Nota: el gráfico de abanico muestra las bandas de proyección de la tasa de crecimiento económico a lo largo del horizonte de la programación macroeconómica. 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.

En el corto plazo los riesgos se inclinan a la baja, como lo muestran las bandas de confianza más anchas por debajo del pronóstico central. Esto se justifica principalmente en razón del creciente movimiento hacia medidas proteccionistas en varias economías avanzadas, lo que podría reducir el crecimiento del comercio y la actividad económica mundial. Por otra parte, se espera que las medidas de estímulo monetario del Banco Central incidan positivamente sobre la demanda interna. Con un 50% de probabilidad, se prevé que el crecimiento económico se ubique entre 1,7% y 2,4% en el 2019 y entre 2,3% y 3,1% en 2020.

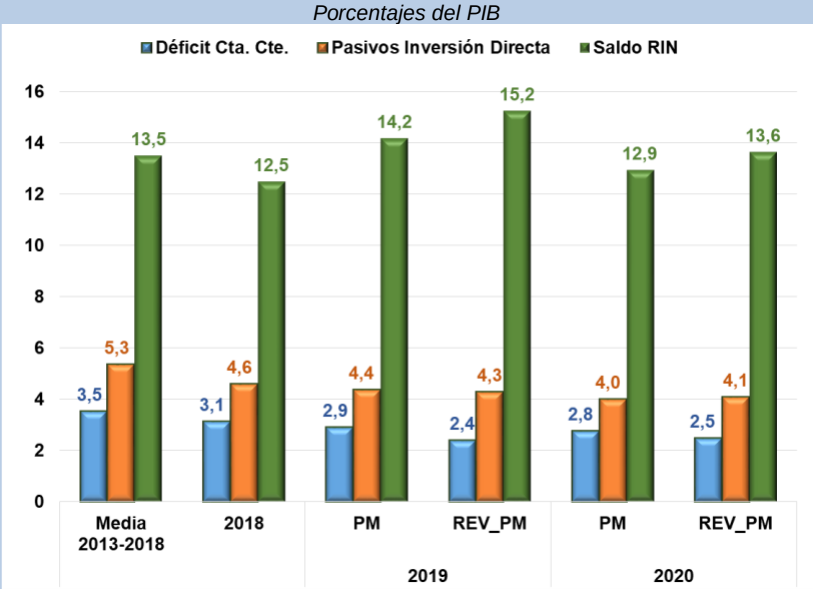
4.2.2. Balanza de pagos

La evolución de los principales indicadores del sector externo para el bienio 2019-2020 estaría condicionada por un moderado crecimiento de los principales socios comerciales, una mejora de los términos de intercambio (aunque menor a la esperada) y un leve repunte en la actividad económica doméstica en el 2020, aunque todavía por debajo de la capacidad potencial de crecimiento del país.

En ese contexto, se estima un menor déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB, comparado con lo previsto en enero y con el promedio observado en los últimos seis años (Gráfico 18). Por su parte, el mayor acceso a recursos externos por parte del sector público y la relativa estabilidad de los flujos de inversión directa permitirán mejorar la posición de RIN en términos de PIB (Cuadro 9).

Gráfico 18. Balanza de Pagos [1/]

Porcentajes del PIB



[1/] Datos estimados para 2018 y proyecciones para 2019-2020.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los factores indicados llevarían a un crecimiento moderado de las exportaciones, fundamentalmente por el menor desempeño de las empresas adscritas al régimen definitivo, mientras que las ventas externas de las empresas en regímenes especiales mantendrían tasas de expansión acordes con las observadas en el bienio previo (9,5%).

Por su parte, las importaciones de bienes en el 2019 mostrarían una reducción con respecto al año previo, en respuesta a la desaceleración económica local. Este comportamiento se revertiría en el 2020, en concordancia con un mejor desempeño de la actividad económica.

Cuadro 9. Balanza de Pagos [1/]
Millones de *USD* y % del PIB

	2018	REV_PM		PM	
		2019	2020	2019	2020
I Cuenta corriente	-1.877	-1.456	-1.570	-1.742	-1.750
A. Bienes	-5.263	-4.910	-5.001	-5.187	-5.425
Exportaciones FOB	11.477	11.920	12.655	12.139	12.882
Importaciones CIF	16.740	16.830	17.657	17.326	18.307
Hidrocarburos	1.591	1.614	1.596	1.365	1.421
B. Servicios	6.154	6.485	6.834	6.466	6.885
Viajes	3.041	3.264	3.469	3.149	3.421
C. Ingreso Primario	-3.231	-3.500	-3.877	-3.471	-3.663
D. Ingreso Secundario	463	470	474	449	453
II Cuenta de Capital	31	32	33	32	34
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.846	-1.424	-1.537	-1.710	-1.716
III Cuenta financiera	-2.236	-3.211	-913	-2.728	-1.398
Sector Público	-703	-1.909	142	-1.413	-505
Sector Privado	-1.533	-1.302	-1.055	-1.315	-894
Inversión Directa	-2.764	-2.601	-2.599	-2.628	-2.528
IV Activos de Reserva	390	1.787	-624	1.018	-318
Relaciones respecto al PIB					
Endeudamiento neto	-3,1	-2,3	-2,4	-2,8	-2,7
Cuenta Corriente	-3,1	-2,4	-2,5	-2,9	-2,8
Cuenta Bienes	-8,8	-8,0	-7,9	-8,6	-8,6
Balance Servicios	10,2	10,6	10,8	10,7	10,9
Balance Ingreso Primario	-5,4	-5,7	-6,1	-5,8	-5,8
Cuenta Financiera	-3,7	-5,3	-1,4	-4,5	-2,2
Inversión Directa	-4,6	-4,3	-4,1	-4,4	-4,0
Saldo RIN	12,5	15,2	13,6	14,2	12,9

[1/] Cifras preliminares para 2018 y proyecciones para 2019-2020.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la factura petrolera, se espera un incremento en el período de referencia, en virtud de un aumento previsto en la cantidad de barriles importados. Ese aumento más que compensa la caída proyectada en los precios (con base en mercados de futuros), en respuesta a una mayor producción en EUA, y a las tensiones comerciales y otros riesgos para el crecimiento mundial, que reducirían la demanda global de petróleo[38]. Se prevé que el comercio internacional de servicios continúe con un resultado superavitario superior al esperado en la balanza de bienes. Como ha sido característico en los últimos años, destacarían los flujos de turismo receptivo, servicios de apoyo empresarial y las actividades relacionadas con telecomunicaciones, informática e información.

[38] Según el "Informe de Perspectivas de la Economía Mundial" del Fondo Monetario Internacional, de abril de 2019, persisten dudas importantes acerca de las proyecciones de base para los precios del petróleo debido a la elevada incertidumbre en torno a las políticas. Los riesgos al alza para los precios incluyen acontecimientos geopolíticos en Oriente Medio, la agitación social en Venezuela, una postura más dura de Estados Unidos frente a Irán y Venezuela, y un crecimiento de la producción de petróleo estadounidense más lento de lo esperado.

La retribución a los factores productivos mostraría un mayor desbalance en el bienio en comentario, atribuido, como ha sido usual, al incremento del servicio de la deuda pública y privada y de los pagos a la inversión directa.

En relación con la cuenta financiera, un factor fundamental serían los flujos proyectados de financiamiento para el sector público. En efecto, para el 2019 se contempla la colocación de títulos de deuda externa por parte del Gobierno por *USD* 1.500 millones y desembolsos de préstamos de organismos multilaterales por *USD* 850 millones[39]. Ese año, el ahorro externo canalizado hacia el país sería suficiente para financiar el endeudamiento neto de la economía y propiciaría una acumulación de activos de reserva. En contraste, para el 2020, el nivel de financiamiento neto proyectado para el sector público implicaría un uso de activos de reserva (Recuadro 5).

Recuadro 5. Impacto sobre tasas de interés del acceso del Gobierno Central al financiamiento en mercados internacionales

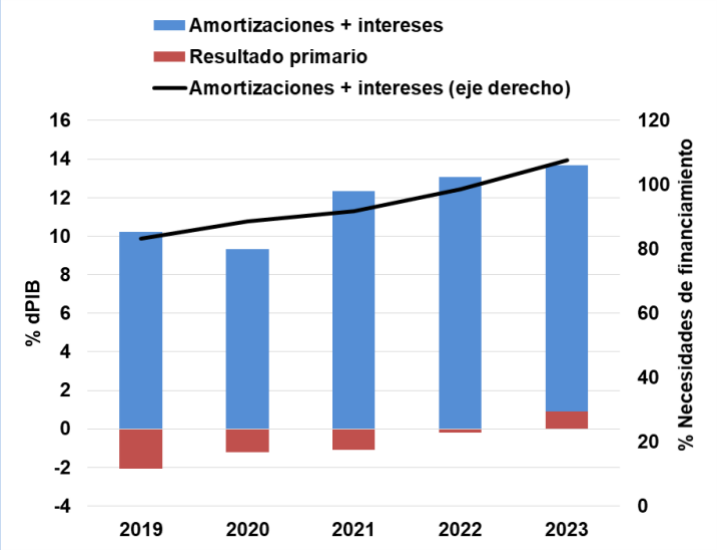
El Banco Central ha reiterado que la estricta implementación de las disposiciones tributarias y de contención del gasto que incorporó la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y de las medidas administrativas que le complementan permitirían estabilizar la razón de la deuda total del Gobierno al PIB en el 2023, y a partir de ese año esa razón tendería a reducirse gradualmente.

Sin embargo, dada la gradualidad del ajuste fiscal que la reforma conlleva, las necesidades brutas de financiamiento del Gobierno continuarán altas hasta el 2023, pues el mayor gasto financiero (amortizaciones e intereses), más que compensa la mejora en el balance primario asociada al ajuste fiscal (Gráfico 5.1).

Por ello, en un contexto de consolidación fiscal, el acceso a los mercados financieros internacionales, mediante la colocación de títulos de deuda pública y la contratación de créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales, contribuiría a contener las presiones al alza sobre las tasas de interés que implicarían esos requerimientos (de 12,3% y 10,5% del PIB, en 2019-20) de ser financiados enteramente en mercados locales. El ahorro directo podría estimarse al comparar las tasas de interés de las opciones de financiamiento contenidas en el escenario base de esta Revisión del Programa Macroeconómico con las tasas de captación en moneda extranjera del Ministerio de Hacienda a nivel del mercado local.

[39] La colocación de bonos deuda externa por *USD* 1.500 millones fue aprobada por la Asamblea Legislativa en segundo debate el 16 de julio de 2019. Para el 2019 el Ministerio de Hacienda contempla, además, créditos de "apoyo" con el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) por *USD* 500 millones y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por *USD* 350 millones. Para el 2020 supone créditos de esta naturaleza por *USD* 500 millones con CAF, *USD* 300 millones del Banco Mundial, *USD* 300 millones con Banco Centroamericano de Integración Económica y *USD* 140 millones con la Agencia Francesa de Desarrollo.

Gráfico 5.1. Amortización, intereses y déficit primario
(% PIB y % de necesidades brutas de financiamiento)



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

Según las estimaciones del Banco Central, el rendimiento de títulos de deuda externa a 10 años plazo se ubicaría entre 500 p.b. y 600 p.b., tasas menores entre 80 y 180 p.b. a lo pagado por el Ministerio de Hacienda en el mercado local (680 p.b. con información al 17/07/19) para igual plazo y moneda. Por tanto, la colocación de títulos por *USD* 1.500 millones generaría un ahorro directo anual que se estima entre *USD* 12 millones y *USD* 27 millones (entre 0,02% y 0,04% del PIB). De hecho, es previsible que el Gobierno Central obtenga un ahorro total mayor dados los efectos indirectos favorables sobre las tasas de interés en el mercado local (a la baja) que resultarían del financiamiento externo (vía reducción en la presión sobre esas tasas).

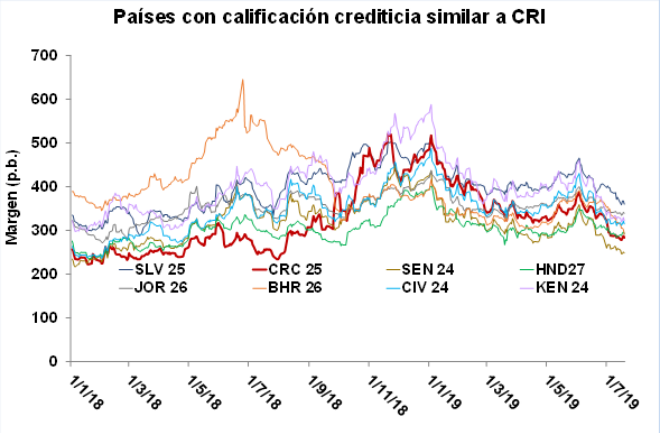
Para estimar cual sería el rendimiento de los bonos de deuda externa, se parte del supuesto que se emitirían a 10 años plazo y con un margen sobre los bonos del Tesoro estadounidense (211 p.b. al 17/07/19) calculado bajo tres escenarios:

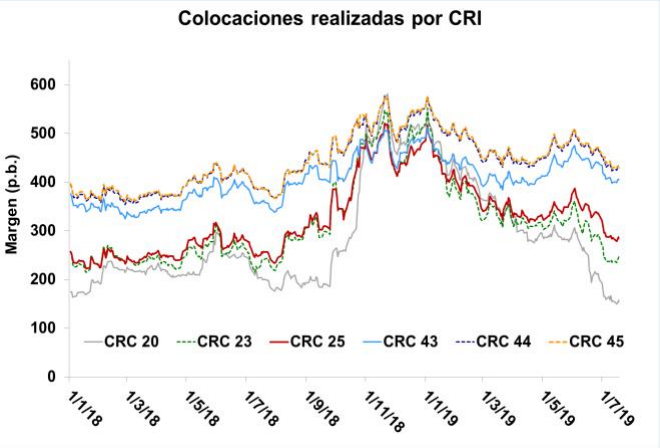
i. Rendimiento máximo de países con calificación similar (Gráfico 5.2[1]): 571 p.b. (211 + 360).

ii. Rendimiento de los bonos externos emitidos por Costa Rica entre el 2012-2015[2] (Gráfico 5.2): 522 p.b. (211 + 311).

iii. Rendimiento imputable según posición relativa de Costa Rica (CRI) en variables de interés por parte de las calificadoras de riesgo (Cuadro 5.1): 500-579 p.b. (211 + 289-368).

Gráfico 5.2. Márgenes de deuda





Fuente: Bloomberg al 17 de julio 2019.

Cuadro 5.1. Indicadores de riesgo soberano para países seleccionados en 2018

País	Calificación	PIB real (%)	PIB real per cáp (%)	Inflación (Δ% IPC)	DCC/PIB (%)	IED/PIB (%)	Deuda/ PIB (%)	Intereses /Ingresos (%)
Honduras	BB-	3,8	2,1	4,6	3,8	4,8	46,1	2,7
Costa Rica	**B+**	**2,7**	**1,5**	**2,0**	**3,1**	**4,0**	**53,6**	**24,8**
Bahréin	B+	2,3	-0,9	2,4	1,8	0,4	81,8	19,6
Jordania	B+	2,0	-0,8	5,0	10,5	4,5	79,0	11,6
Kenia	B+	5,4	2,7	6,0	6,0	0,6	55,0	18,8
Senegal	B+	7,0	3,9	1,7	8,2	2,1	49,3	10,3
El Salvador	B-	2,3	1,8	2,3	2,2	1,4	68,0	16,3
Posición CRC (percentil)		***50***	***35***	***20***	***33***	***70***	***35***	***100***
Rendimiento imputable (TB10Y + EMBIGD)		***513***	***538***	***500***	***508***	***506***	***508***	***579***

Fuente: Standard & Poor´s, Programa Macroeconómico 2019-2020, BCCR y datos del Tesoro (TB10Y) y EMIBIGD de Bloomberg (al 17 de julio de 2019). https://www.spratings.com/sri/?cut=rat&code=BB&lines=CR

[1] Se utilizaron las colocaciones realizadas entre el 19/01/2017 y el 28/02/2018 por Bahrain, Honduras, Kenya y El Salvador.
[2] Emitidos bajo la Ley "Emisión de títulos valores en el Mercado Internacional" del 04/09/2012 (Ley 9070).

Con respecto a las operaciones de apoyo presupuestario en proceso de negociación con organismos multilaterales, la tasa de interés efectiva podría oscilar entre 324 y 500 p.b., con un promedio ponderado de 407 p.b. y un plazo medio de 20,5 años (Cuadro 5.2). Ello significa una mejora en la gestión financiera, tanto por tasa de interés como por menor riesgo de refinanciamiento.

Cuadro 5.2: Condiciones financieras ofrecidas por Organismos Multilaterales[1/]

Características	BID	Banco Mundial	CAF	BCIE
Monedas	*USD* Dólar	*USD* Dólar	*USD* Dólar	*USD* Dólar
Plazo	20 años	30 años	18 años	20 años
Periodo de Gracia	5 años	6 años	3 años	3 a 5 años
Tasa de interés nominal[2/]	Libor3M +margen variable(0,92%) **≈ 3.20%**	Libor6M +margen fijo (1,80%) **≈ 3.97%**	Libor6M +margen fijo (1,85%)[2/] **≈ 4.02%**	Libor6M +margen variable (2,75%) **≈ 4.92%**
Comisión Compromiso[3/]	0,5% (Máx. 0,75%)	0,25%	0,35%	0,25%
Comisión Inspección[4/]	0% (Máx. 1,0%)	N.A	N.A	N.A.
Comisión Inicial[4/]	N.A.	0,25%	N.A.	N.A.
Comisión de Seguimiento[4/]	N.A	N.A	N.A	0,25%
Comisión Financiamiento[4/]	N.A	N.A	0,85%	N.A
Tasa efectiva[5/]	**≈ 3,24%**	**≈ 4,0%**	**≈ 4,12%**	**≈ 4,96%**

1/ No se incluye posible préstamo con la Agencia Francesa de Desarrollo (AFD) por *USD* 140 millones en 2020.
2/ Información de tasas al 17/07/19.
3/ En la primera operación con la CAF se negoció un subsidio compensatorio de 0,1% anual para los primeros 8 años.
4/ Porcentaje anual sobre el monto no desembolsado.
5/ Pagadera una sola vez sobre el monto de financiamiento.
6/ Cálculo propio realizado con las condiciones financieras generales. En la CAF se incluye el subsidio compensatorio.
Fuente: Elaboración propia con información de la Dirección de Crédito Público.

Al comparar esta tasa ponderada (407 p.b.) con la tasa a 15 años plazo en el mercado local (710 p.b.) se concluye que se podría alcanzar un ahorro de al menos 300 p.b., en promedio, por cada *USD* desembolsado por estos organismos. Para el 2020, esta diferencia de tasas permitiría alcanzar un ahorro anual de 0,09% del PIB (que se acumularía a lo largo del plazo del crédito).

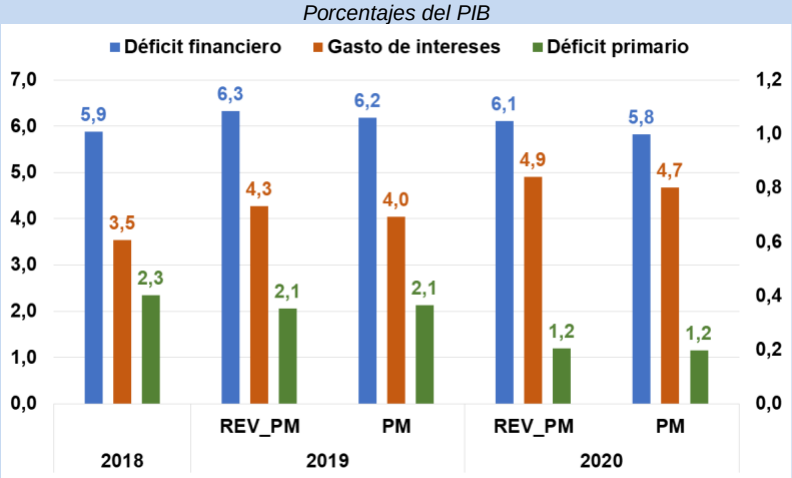
En este contexto, la eventual colocación internacional de títulos de deuda pública y la suscripción de operaciones de apoyo presupuestario con organismos multilaterales, se estima tendrían efectos favorables sobre el desempeño macroeconómico del país en el bienio 2019 y 2020, pues: a) mejorarían la gestión de la deuda pública del Ministerio de Hacienda y reducirían los riesgos de tasas de interés y refinanciamiento; y b) disminuirían la competencia por fondos prestables en el mercado financiero local, lo que permitiría contener presiones al alza en las tasas de interés locales y bajar el efecto estrujamiento sobre el sector privado, con implicaciones favorables para la inversión y el crecimiento económico.

4.2.3. Finanzas públicas

A pesar de que, de ser aplicadas estrictamente sus disposiciones (Recuadro 6), la Ley 9635 restituye la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo, para los siguientes años se prevé un aumento de la deuda y del déficit financiero del Gobierno Central, como consecuencia del aumento en el gasto por intereses sobre esa creciente deuda. Más aún, para el bienio 2019-2020, se prevé un mayor déficit financiero y mayores necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Central con respecto a lo previsto en enero pasado, según proyecciones del Ministerio de Hacienda (Gráfico 19 y Cuadro 10), fundamentalmente como producto del menor dinamismo de la actividad económica.

Gráfico 19. Resultado financiero del Gobierno Central [1/]

Porcentajes del PIB



[1/] Proyecciones para 2019-2020.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, el déficit primario en términos del PIB alcanzaría en el bienio niveles similares a los contemplados en enero. En efecto, aunque la proyección de recaudación tributaria fue revisada a la baja como consecuencia del menor ritmo de actividad económica, los gastos corrientes también fueron revisados a la baja por el Ministerio de Hacienda, en relación con lo previsto a inicios de año.

Por lo tanto, el mayor déficit financiero previsto, particularmente para el 2020, estaría reflejando los efectos de la mayor carga del servicio de intereses. Lo anterior obedece a que, si bien durante el primer semestre del 2019 el Gobierno dispuso del financiamiento interno requerido para atender sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras sin generar presiones adicionales; las nuevas colocaciones se realizaron a tasas relativamente altas en el primer trimestre, y la estrategia de canjes adoptada por la Tesorería Nacional para mejorar la gestión de la deuda y alargar el plazo de vencimiento de sus obligaciones también ha implicado reconocer mayores tasas de interés en promedio (pues los instrumentos a mayores plazo pagan tasas más altas).

Cuadro 10. Gobierno Central: Requerimientos brutos de financiamiento [1/]

Porcentaje del PIB

	2018	2019		2020	
		REV_PM	PM	REV_PM	PM
Necesidades brutas	**12,3**	**12,3**	**12,7**	**10,5**	**11,9**
Déficit financiero	6,0	6,3	6,2	6,1	5,8
Amortizaciones	6,3	5,9	6,5	4,4	6,1
Fuentes	**12,3**	**12,3**	**12,7**	**10,5**	**11,9**
Deuda interna	11,7	8,1	8,4	8,0	8,2
Deuda externa	0,6	4,1	4,3	2,5	3,7

[1/] Proyecciones para 2019-2020.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Sin embargo, para lo que resta de 2019 y 2020, se prevé una menor presión sobre las tasas de interés locales, por la mejora en la confianza de los mercados financieros y el mayor acceso al financiamiento externo del Gobierno previsto para la segunda parte del 2019 (Recuadro 5).

Por otra parte, el déficit financiero del Banco Central se proyecta en 0,3% y 0,5% del PIB en 2019-2020 (comparado con proyecciones de 0,3% y 0,4%, respectivamente, en enero pasado). Ese ligero aumento reflejaría mayores costos de operaciones de esterilización monetaria en 2020, fundamentalmente por el impacto de la mayor afluencia de recursos externos, y en menor medida por el efecto de la reducción del encaje mínimo legal.

Finalmente, el resto del sector público no financiero continuaría con resultados superavitarios de 1,0% del PIB en cada año, impulsado, al igual que en el 2018, por el comportamiento positivo de las finanzas de la CCSS, principalmente del régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM)[40].

[40] Este resultado no se refiere a la sostenibilidad de largo plazo del IVM, sino únicamente al resultado financiero de corto plazo.

Recuadro 6. La regla fiscal en Costa Rica

Las reglas fiscales tienen como propósito mantener las finanzas públicas en una senda sostenible. Según Schaechter et al (2012)1, una regla fiscal impone una restricción de largo plazo a la política fiscal mediante límites numéricos sobre los agregados presupuestarios (generalmente la deuda, el balance presupuestario, o el nivel de gasto). Además, permiten contrarrestar los incentivos a incrementar el gasto público en épocas de bonanza, lo que promueve la responsabilidad fiscal y la sostenibilidad de la deuda.

El Título IV, denominado "Responsabilidad Fiscal de la República", de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635), crea una regla fiscal para limitar el crecimiento del gasto corriente, o a partir de una razón de deuda del Gobierno Central a PIB de más de 60%, el gasto total, de los entes y los órganos del sector público no financiero (SPNF)2, sujeto a una proporción del promedio del crecimiento del PIB nominal.

En el caso particular del Gobierno Central, el gasto corriente incluye los intereses, remuneraciones (salarios y cargas sociales y otros gastos relacionados con el pago a servidores públicos), transferencias corrientes y compra de bienes y servicios de todas sus entidades.

De acuerdo con lo establecido en esta ley, la acotación al crecimiento del gasto corriente (o total cuando corresponda) estará en función, en primera instancia, de cuál sea la relación de deuda del Gobierno Central a PIB, en que se ubique el año previo al de la formulación del presupuesto.

Así por ejemplo, dado que en el 2019 se realiza la formulación del Presupuesto de la República para el 2020, se ha de utilizar la razón deuda a PIB observada en el 2018 (53,6%). Al estar esa razón en el rango entre el 45% y 60%, la regla (como se indica en el escenario C del Cuadro 6.1) impondría un límite al crecimiento del gasto corriente del presupuesto del 2020 equivalente al 75% de la tasa de variación porcentual promedio del PIB nominal de los cuatro años previos al año de la formulación de dicho presupuesto, es decir, la del periodo 2015-2018, igual a 4,7%.

De esta forma, la regla fiscal define tanto la condición de inicio como el límite aplicable al gasto corriente (o total cuando corresponda), según sea el escenario que aplique (del A al F).

La regla fiscal también prevé cláusulas de escape. Así por ejemplo, esta regla no se aplicará cuando la economía se encuentre en recesión o en estado de emergencia (escenario F). Además, cuando el crecimiento real del PIB sea superior al 6% durante dos años consecutivos (escenario E), el Ministerio de Hacienda podrá decidir el límite al crecimiento del gasto corriente, el cual no podrá superar el 85% del promedio de crecimiento del PIB nominal.

1/ Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N. y Weber, A. (2012). Fiscal Rules in Response to the Crisis - Toward the "Next-Generation" Rules. A New Dataset, IMF (International Monetary Fund) Working Paper 12/187.

2/ Según Art.1 del Reglamento a la Ley 9635 (DE-41641-H) el Gobierno Central, se entiende como SPNF el Poder Ejecutivo y sus dependencias, así como todos los órganos de desconcentración adscritos a los distintos ministerios, el Poder Legislativo, el Poder Judicial, el Tribunal Supremo de Elecciones, y las dependencias y los órganos auxiliares de estos, entidades descentralizadas no empresariales y sus órganos desconcentrados, gobiernos locales y empresas públicas no financieras. No obstante, existen algunas excepciones, como por ejemplo, la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS), en lo que se refiere a los recursos del régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) y el régimen no contributivo, y la Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope) en lo que corresponde a la factura petrolera (Artículo 6).

Cuadro 6.1 Rangos de deuda que determinan el crecimiento del gasto corriente o total, según sea el caso [1/]

Escenarios de regla fiscal	Razón de deuda Gobierno Central a PIB el año previo al ejercicio presupuestario (t-1)	Límite al crecimiento gasto nominal (t+1)
A	d_{t-1}< 30% o Gasto corriente $_{t-1}$ = 17% del PIB	Gasto corriente = 100% PIB4 PIB4 = $\sum_{i=1}^{4} \frac{PIB_{t-i}}{4}$
B	30% ≤ d_{t-1} < 45%	Gasto Corriente = 85% PIB4
C	45% ≤ d_{t-1}< 60%	Gasto Corriente = 75% PIB4
D	d_{t-1} ≥ 60%	Gasto Total = 65% PIB4
E	Cualquier d_{t-1}	≤ 85% PIB4
F	Cualquier d_{t-1}	No aplica

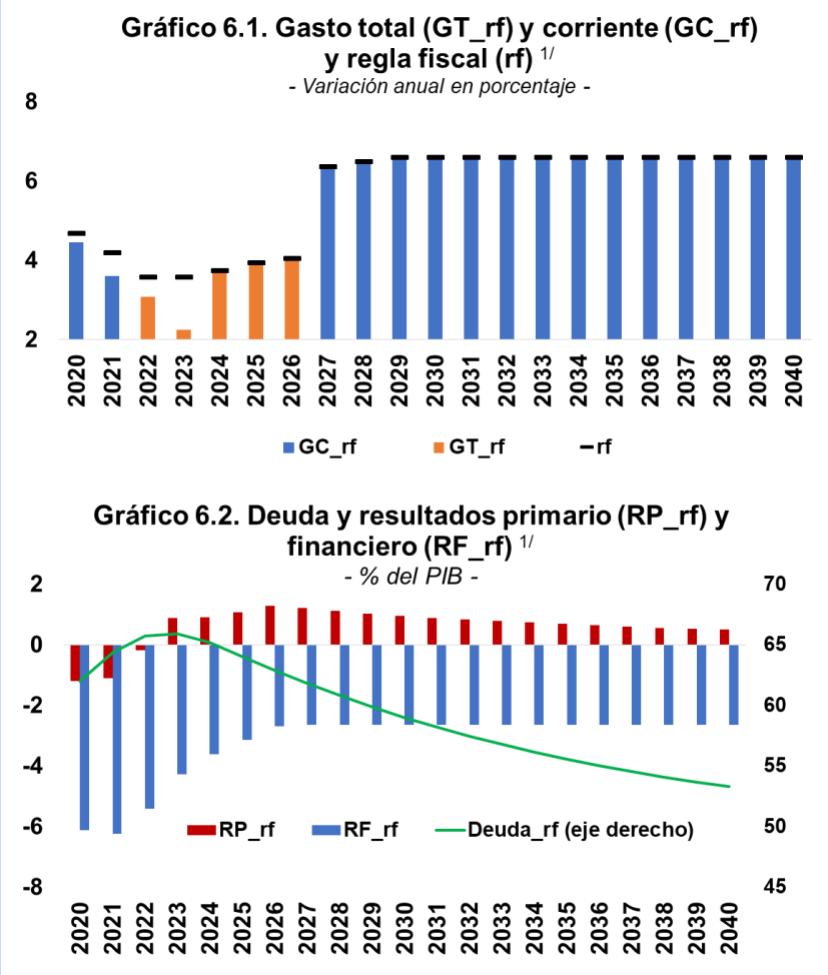
[1/] Con respecto al promedio del crecimiento del PIB nominal, el Ministerio de Hacienda utiliza los 4 años referidos en el artículo 10 y no los 6 años alusivos en el artículo 8 de esta Ley.

Fuente: Banco Central con base al título IV de la Ley N° 9635.

El cumplimiento de la regla fiscal durante las etapas de formulación del presupuesto estará a cargo de la Dirección General de Presupuesto Nacional (DGPN) en el caso de la Administración Central; en el resto de entidades del SPNF la verificación estará a cargo de la Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria (STAP). La DGPN y la STAP le entregarán a la Contraloría General de la República (CGR) un informe final de cumplimiento de la regla fiscal para cada año en la primera quincena del mes de abril del año siguiente, con copia a la Presidencia de la República y se publicará en el sitio web del Ministerio de Hacienda.

En el gráfico 6.1 se presenta la evolución de los límites de crecimiento interanual para el gasto corriente o total, según corresponda, que se desprenden de la aplicación de la regla fiscal contemplada en la Ley 9635, así como la evolución del gasto corriente, controlando por la aplicación de estos umbrales.

En el gráfico 6.2 se muestra cómo, a partir de la aplicación de estos límites establecidos en la regla fiscal, la razón de la deuda alcanza un punto máximo en 2023 y empieza a descender a partir del 2024, apoyada principalmente en la mejora del resultado primario.



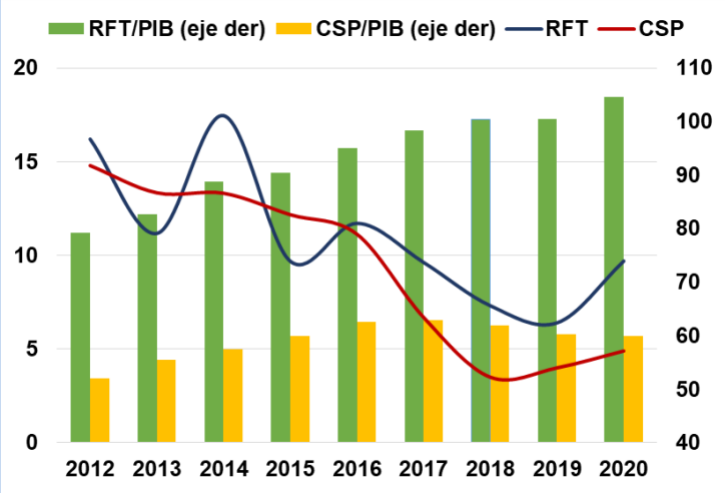
[1/] El ejercicio de la aplicación de la regla fiscal considera las estimaciones del Ministerio de Hacienda para el lapso 2019-2023 (resultado primario y gasto de intereses). En el periodo 2022-2026 se utiliza el gasto total (y no el gasto corriente) al estar la razón deuda a PIB de referencia por encima del 60% del PIB, y en virtud de que la razón gasto corriente a PIB es superior a 17%. A partir del 2027, esta última razón es inferior a 17% del PIB, por lo tanto, la regla fiscal aplicará sobre el crecimiento del gasto corriente y no sobre el gasto total. Finalmente, se supone crecimiento económico constante en 3,5% a partir del 2024.

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

4.2.4. Agregados monetarios y crédito al sector privado

Dada la meta de inflación, el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crecerá a una tasa media anual de 8% en 2019-2020. Ello llevaría a una recuperación moderada del crecimiento medio anual de la oferta de fondos prestables para el sector privado de 4,5% en igual lapso, desde 3,5% en 2018 (Gráfico 20 y Cuadro 11).

Gráfico 20. Riqueza financiera total y crédito al sector privado[1/]
Variación % interanual y % del PIB



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

4.2.5. Inflación

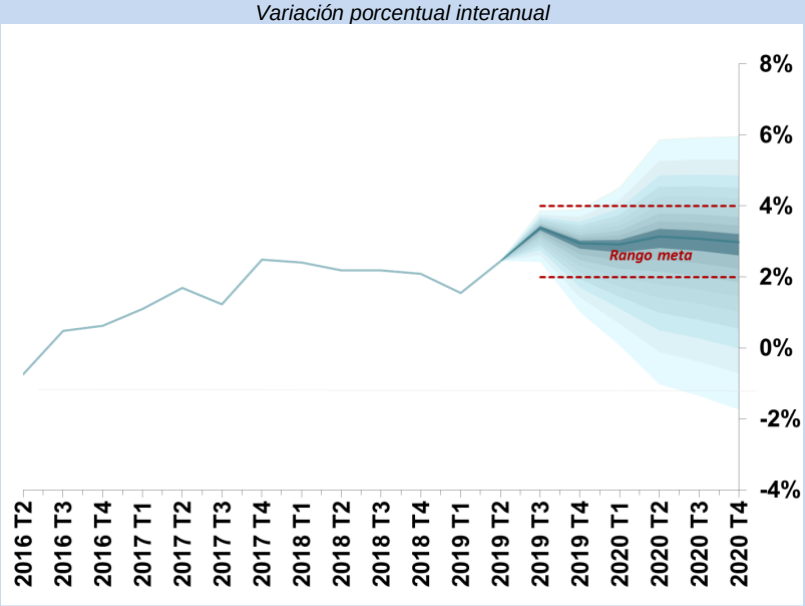
Durante los próximos 18 meses se prevé que las presiones de demanda y la evolución de las expectativas de inflación en Costa Rica sean coherentes con una inflación ubicada dentro del rango meta.

Además, se estima que el efecto sobre el IPC de la introducción del IVA (Ley 9635) sería relativamente bajo, y no se prevé que provoque efectos inflacionarios de segunda ronda que requieran ser mitigados.

En ese contexto, el pronóstico de inflación es que en el bienio 2019-2020 ésta se ubicaría en torno al valor central del rango meta, de 3%, con riesgos sesgados a la baja (Gráfico 21).

Gráfico 21. Proyección no condicional de inflación

Variación porcentual interanual



Nota: Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y la inflación según el IPC a lo largo del horizonte de proyección. Se trata de proyecciones no condicionales; es decir, que no toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria. La banda más oscura alrededor del valor central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras va acumulando un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

4.2.6. Resumen de las principales proyecciones macroeconómicas

En el Cuadro 11 se presenta un resumen de las proyecciones para las principales variables macroeconómicas contempladas en la presente revisión del Programa Macroeconómico 2019-2020.

Cuadro 11. Principales variables macroeconómicas */

	2018	Proyecciones	
		2019	2020
PIB (miles de millones de ¢)	34.693	36.430	38.587
Crecimiento real	2,6%	2,2%	2,6%
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	1,3%	2,1%	2,5%
Tasa de desempleo [1/]	12,0%	11,3%	
Inflación (meta interanual)			
Medido con IPC	2,0%	3,0% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-3,1	-2,4	-2,5
Cuenta comercial	-8,8	-8,0	-7,9
Cuenta financiera	-3,7	-5,3	-1,4
Inversión Directa	-4,6	-4,3	-4,1
Saldo RIN	12,5	15,2	13,6
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-4,8	-5,7	-5,6
Gobierno Central [2/]	-5,9	-6,3	-6,1
Resto SPNF [3/]	1,5	1,0	1,0
BCCR	-0,4	-0,3	-0,5
Deuda Gobierno Central (% PIB) [3/]	53,6	59,1	62,0
Agregados monetarios y crédito (variac %) [4/]			
Liquidez Total (M3)	2,9	5,0	5,8
Riqueza financiera Total	7,3	6,4	9,7
Crédito al sector privado	3,5	4,0	4,9
- Moneda nacional	*6,2*	*7,8*	*8,4*
- Moneda extranjera	*-0,7*	*-2,0*	*-1,0*

*/ Estimaciones 2018 y proyecciones 2019-2020
[1/] Al IV trim-2018 y I trim-19, según Encuesta Continua de Empleo, INEC.
[2/] Estimaciones del Ministerio de Hacienda.
[3/] Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.
[4/] Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

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

5. Objetivos y medidas de política

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como pilar fundamental de la estabilidad macroeconómica, y reitera en esta Revisión del Programa Macroeconómico 2019-2020 su meta de inflación de mediano plazo, definida en 3% con un margen de ± 1 p.p.

Las acciones de política continuarán dirigidas a cumplir esa meta, y para ello el Banco Central:

i) Realizará el ajuste en sus instrumentos de política monetaria si identifica prospectivamente presiones inflacionarias o deflacionarias que pudieran originar desvíos en sus proyecciones de inflación con respecto a esa meta. Ello requiere identificar si el desvío es transitorio, y actuaría sólo si se justifica una respuesta de política.

   Así, durante el primer semestre de este año el Banco Central determinó que, si bien los cambios normativos de la reforma fiscal (particularmente la adopción del impuesto al valor agregado) empujarían la inflación alrededor del valor central del rango meta para el horizonte del Programa, persisten riesgos a la baja en la inflación asociados al lento crecimiento de la economía, que deja holgura en la capacidad de producción (brecha del producto negativa); un desempleo en niveles elevados; y, consecuente con la evolución de la actividad económica, un bajo crecimiento de los agregados monetarios y crediticios. Además, las expectativas de inflación se encuentran estables, lo que sugiere una mejora continua en la credibilidad del Banco Central y su compromiso con una inflación baja y estable.

   Este contexto dio espacio para disminuir la TPM en 75 p.b. y la tasa de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez (de 15% a 12%).

   En el acto de aprobación de este Programa Macroeconómico, la Junta Directiva consideró que el espacio para una postura expansiva de la política monetaria continúa, y se amplía por la menor trayectoria esperada de las tasas de interés internacionales. Por ello, decidió aplicar una reducción adicional en su TPM de 50 p.b., la cuarta de este año, para ubicarla a partir del 22 de julio en 4,0% (una reducción acumulada de 125 p.b.)

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

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

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

v) Fortalecerá la comunicación con el público.

Asimismo, de manera coordinada, según corresponda, con el Conassif y con las superintendencias, continuará impulsando medidas tendientes a mantener y fortalecer la estabilidad y eficiencia del sistema financiero nacional.

6. Análisis de riesgos

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incorporan la mejor información disponible al 17 de julio de 2019. Sin embargo, existen riesgos provenientes del contexto internacional e interno que, de materializarse, podrían generar desvíos con respecto a las proyecciones que aquí se presentan. Estos desvíos serían resultado de la magnitud, dirección y permanencia de los cambios en las principales variables macroeconómicas en relación con la trayectoria supuesta en este ejercicio.

Algunos de estos riesgos son valorados por medio del modelo macroeconómico de proyección que dispone el Banco Central, el cual se abordó en el anexo 5.1 del documento del Programa Macroeconómico 2019-2020, y cuyos resultados son utilizados como insumos en las deliberaciones que la Junta Directiva mantiene para tomar sus decisiones de política monetaria y cambiaria.

Entre los principales riesgos del ámbito externo se identifican los siguientes:

a. Crecimiento de la economía mundial.

En lo transcurrido de 2019, los organismos internacionales han moderado las proyecciones de crecimiento económico para el bienio 2019-2020 respecto a lo previsto en 2018. Esto ha sido influido, entre otros factores, por la agudización de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales (en especial China) y por la ausencia de un acuerdo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Estos mismos factores han generado un balance de riesgos para la economía global con sesgo a la baja. La expectativa de menor crecimiento y los riesgos a la baja han llevado a la pausa en la “normalización” de la política monetaria por parte del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y a un lenguaje más cauteloso por parte del Banco Central Europeo.

De materializarse un crecimiento económico mundial menor al incorporado en las proyecciones macroeconómicas del Banco Central (que ya de por sí es menor al proyectado en enero de este año), la economía costarricense podría enfrentar una menor demanda externa[41]. Esto incidiría negativamente sobre la actividad económica local, lo que a su vez llevaría a una brecha del producto aún más negativa de lo estimado en el modelo macroeconómico para los próximos trimestres. Por su parte, esto generaría presión deflacionaria y como consecuencia la inflación podría ubicarse por debajo de lo proyectado.

b. Choques en los precios del petróleo y en términos de intercambio

En el horizonte de proyección de este ejercicio (resto del 2019 y 2020), se proyecta, con base en información de organismos internacionales y de mercados de futuros, una relativa estabilidad en el precio de los granos básicos importados y una reducción en el precio promedio del barril de cóctel de hidrocarburos de un nivel promedio de *USD* 78,4 en 2018 a *USD* 75,2 en 2019. No obstante, los precios de las materias primas son altamente volátiles en el mercado internacional, sobre todo los del petróleo.

En relación con este último, la implementación de las sanciones por parte de los Estados Unidos sobre las exportaciones de petróleo de Irán y Venezuela y tensiones geopolíticas en el Medio Oriente han generado presiones al alza, y podrían seguir haciéndolo. Sin embargo, existen también factores que pueden presionar a la baja, como por ejemplo la materialización del riesgo de un menor crecimiento económico mundial. Así, el impacto sobre la actividad económica (términos internacionales de intercambio e ingreso disponible) e inflación de Costa Rica dependerá del resultado neto de la interacción de esos factores sobre la dirección del precio del petróleo.

En términos globales, el impacto macroeconómico de un choque adverso en los términos internacionales de intercambio de una desviación estándar (equivalente a una caída de 6%) reduciría el ingreso disponible en 0,91% y el crecimiento económico en alrededor de 0,73%[42].

Por otra parte, se estima que ante un aumento de *USD* 10 en el precio del barril de hidrocarburos, la factura petrolera aumentaría en *USD* 198 millones, lo que generaría un deterioro en la cuenta corriente equivalente a 0,33% del PIB. Asimismo, los requerimientos de divisas aumentarían en alrededor de 2,5% del acervo de RIN (con cifras al 25 de junio de 2019).

[41] En particular, un menor crecimiento económico de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, reduce la demanda por nuestras exportaciones, con el consecuente efecto de desaceleración del crecimiento de la economía. Se estima que ante un choque adverso que reduzca el crecimiento económico de Estados Unidos en un 1%, el crecimiento económico de Costa Rica se reduciría en 0,28%.
[42] Véase recuadro 1 del Informe de Inflación de junio de 2019, del Banco Central de Costa Rica.

c. Situación política de Nicaragua.

La crisis político-social en Nicaragua, transcurrido más de un año desde su inicio (abril de 2018), continúa teniendo efectos negativos sobre los flujos de comercio entre Costa Rica y Centroamérica. La persistencia o acentuación de este conflicto podría llevar a una reducción aún mayor de las exportaciones nacionales hacia el resto de países centroamericanos, con efectos a la baja sobre el crecimiento económico nacional.

Como referencia, se estima que el impacto de la situación en Nicaragua redujo la tasa de crecimiento de nuestra economía en 0,2 p.p. en 2018.

Lo anterior llevaría a una brecha de producto aún más negativa de la estimada para este ejercicio. Por tanto, bajo ese escenario la inflación tendería a ubicarse por debajo de lo proyectado.

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

a. Deterioro de las finanzas del Gobierno Central.

La aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas en diciembre pasado constituye un paso firme hacia la solución estructural del desequilibrio fiscal.

Sin embargo, un déficit primario por encima de lo proyectado o un menor acceso del Gobierno al financiamiento externo, en relación con el contemplado en esta revisión del PM 2019-2020, aumentaría la presión al alza en las tasas de interés locales, con el consiguiente impacto negativo sobre el crédito al sector privado y la actividad económica (y con efectos negativos de segunda ronda sobre el déficit fiscal, vía mayor costo de la deuda). Como consecuencia, la brecha del producto se haría aún más negativa, generando presiones deflacionarias.

b. Tensiones sociales (huelgas).

De presentarse huelgas en el sector público, su impacto sobre la actividad económica estaría en función de su alcance y duración. Tal como se evidenció en el segundo semestre del año pasado, la huelga en oposición a la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, que se prolongó por casi tres meses, tuvo un impacto negativo sobre el crecimiento económico de ese año que se estima en 0,4 p.p.[43]

En línea con lo anterior, la suspensión de servicios públicos, en especial salud y educación, y los bloqueos de carreteras podrían tener efectos negativos sobre el crecimiento económico, lo que ampliaría la brecha del producto y por tanto generaría presiones deflacionarias (aunque ese impacto deflacionario sería contrarrestado

[43] Ese cálculo consideró la cantidad de empleados que se mantuvieron en huelga y el número de días en que lo hicieron, y consecuentemente el valor agregado perdido. Ver el Recuadro 1 del Programa Macroeconómico 2019-2020.

parcialmente si, como consecuencia de las tensiones, se dieran situaciones de escasez en los mercados).

c. Niveles de confianza de consumidores y empresarios

Si bien la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas en diciembre pasado (Ley Nº 9635) redujo la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo y restauró la calma en los mercados financieros domésticos, las perspectivas de los consumidores y empresarios aún son pesimistas[44].

De prolongarse o acentuarse este desánimo por parte de consumidores y empresarios, ello tendría un efecto negativo sobre sus decisiones de consumo e inversión, con consecuencias desfavorables sobre la actividad económica. A su vez, una brecha de producto más negativa de lo contemplado en este ejercicio generaría presión deflacionaria.

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

La ocurrencia de condiciones climáticas más severas que las ya incorporadas en este ejercicio, tendría un impacto negativo sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, entre otros, lo que reduciría la capacidad de crecimiento de la economía. Por lo general, los choques de oferta negativos generan escasez en los mercados agrícolas, e impulsan por tanto al alza los precios de esos bienes (lo que mitigaría parcial o totalmente el efecto deflacionario del menor crecimiento).

e. Menor grado de ejecución de proyectos de inversión pública.

La proyección sobre el comportamiento de la inversión pública se basa primordialmente en los proyectos de inversión que tienen programados las principales entidades del sector público costarricense. Para efectos del ejercicio de pronóstico, se toman en consideración los avances en los trámites que tienen los proyectos para el inicio de las obras, así como la capacidad de ejecución que históricamente presenta cada entidad.

Como se mencionó en las secciones precedentes, parte del recorte en el pronóstico de crecimiento del PIB de 2019 se explica por la menor ejecución de proyectos de inversión pública, en relación con lo proyectado en enero. Es decir, la tasa de ejecución fue menor a la observada históricamente.

En caso de acentuarse este problema, podría llevar a una reducción aún mayor de la inversión, con el consecuente efecto a la baja sobre el crecimiento económico nacional. Debido a los encadenamientos que tiene la inversión pública con el resto de la economía, se estima que, por cada *USD* 100 millones de subejecución adicional a la ya contemplada en este ejercicio, la tasa de crecimiento del PIB se reduciría en 0,17%.

[44] Para mayor detalle en cuanto a la evolución de los niveles de confianza de consumidores y empresarios ver Informe de Inflación junio 2019, página 29 y 30.

7. Anexo: Seguimiento de los riesgos Programa Macroeconómico 2019-2020.

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
Externos:		
Crecimiento menor de la economía mundial	Por agudización de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales (en especial China) y ausencia de un acuerdo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. La menor demanda externa que enfrentaría la economía costarricense llevaría a una brecha del producto aún más negativa, lo que a su vez generaría presión deflacionaria.	Proyecciones de organismos multilaterales (BM, FMI, OCDE, CEPAL). Comunicados de prensa Departamento de Comercio de los Estados Unidos (aranceles). Indicadores de corto plazo de los principales socios comerciales del país. Informe mensual de coyuntura económica.
Choques en los precios internacionales de materias primas	Los precios de las materias primas en el mercado internacional tienen una alta volatilidad, sobre todo los del petróleo. El impacto sobre la actividad económica (términos de intercambio y el ingreso disponible) e inflación dependerá del efecto neto (al alza o a la baja) que predomine.	Índices S&P 500, MSCI[45] (economías desarrolladas y emergentes). Mercado de futuros de la Bolsa de Chicago. Índice OVX. Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).
Situación política de Nicaragua	Intensificación de la crisis político-social en Nicaragua. Afecta negativamente los flujos de comercio con Centroamérica, con un impacto a la baja sobre el crecimiento económico nacional (brecha de producto aún más negativa), lo que lleva a una presión deflacionaria.	Proyecciones de organismos multilaterales (BM, FMI, OCDE, CEPAL). Informe mensual de coyuntura económica. Estadísticas de comercio exterior.
Internos:		
Deterioro de las finanzas del Gobierno Central	Un déficit primario por encima de lo proyectado y un menor acceso del Gobierno a financiamiento externo multilateral o vía colocación de bonos de deuda externa presionaría al alza las tasas de interés locales, con un impacto negativo sobre la actividad económica (brecha del producto más negativa), lo que generaría presión deflacionaria.	Principales indicadores fiscales (día 20 de cada mes). Proyección del flujo de caja del Gobierno Central. Informe mensual de coyuntura económica.
Tensiones sociales (huelgas).	La suspensión de servicios públicos, en especial salud y educación, y los bloqueos de carreteras, si son prolongados y de amplio alcance, incidirían negativamente sobre la actividad económica (ampliando la brecha del	Encuestas nacionales, por ejemplo, encuestas mensuales del área de encuestas económicas del BCCR o Pulso

[45] Morgan Stanley Capital Investment (MSCI).

	producto) y por tanto generarían presiones de inflación.	Empresarial de la UCCAEP (trimestral). Índice mensual de actividad económica. Informe mensual de coyuntura económica.
Niveles de confianza de consumidores y empresarios	De prolongarse o acentuarse una visión pesimista, ello afectaría las decisiones de consumo e inversión, con consecuencias desfavorables sobre la actividad económica (brecha de producto más negativa), lo cual generaría presión deflacionaria.	Encuesta de Confianza de los Consumidores, Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica. El Índice Global de Expectativas, Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica. Encuesta Trimestral de Negocios, Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado. Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial, el Banco Central de Costa Rica.
Choques de oferta de origen interno no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas	La ocurrencia de fenómenos climáticos más allá de lo anticipado tendría un impacto sobre la capacidad de crecimiento de la economía (acentúa brecha negativa). La menor presión inflacionaria podría compensarse total o parcialmente por la escasez en los mercados agrícolas que impulsarían al alza los precios de esos bienes.	Encuestas mensuales del área de encuestas económicas del BCCR. Consultas a otras entidades públicas sobre los efectos del clima severos sobre la infraestructura y áreas de cultivo. Informe mensual de coyuntura económica.
Menor ejecución de obra pública	Menor ejecución de obra pública con respecto a lo previsto incide negativamente sobre la inversión pública y por ende, sobre el crecimiento económico.	Consultas a entidades públicas sobre el avance en planes de inversión.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.