

PROGRAMA MACROECONÓMICO

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2020 / 2021



BC BANCO
CR CENTRAL DE
COSTA RICA

70
aniversario

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2020-2021

enero de 2020

Aprobado mediante artículo 12 del acta de la sesión 5914-2020, del 29 de enero de 2020.

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



JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Rodrigo Cubero Brealey

Ministro de Hacienda

Rodrigo Chaves Robles

Directores

Miguel Cantillo Simón (Vicepresidente)

Silvia Charpentier Brenes

José Francisco Pacheco Jiménez

Martha Eugenia Soto Bolaños

Max Alberto Soto Jiménez

Contenido

Presentación	1
1. La economía, en síntesis: el 2019 y perspectivas	5
2. Situación macroeconómica en el 2019	10
2.1. Economía internacional	10
2.2. Economía nacional	16
2.1.1 Actividad económica y empleo	16
2.2.2 Balanza de pagos	25
2.2.3 Finanzas públicas	29
2.2.4. Inflación.....	34
2.2.5. Política monetaria y tasas de interés	39
2.2.6. Mercado cambiario	41
2.2.7. Agregados monetarios y crediticios	45
3. Perspectivas macroeconómicas 2020-2021	51
3.1. Economía internacional	51
3.2. Economía nacional	55
3.2.1 Producción e ingreso disponible	55
3.2.2 Balanza de pagos	61
3.2.3 Finanzas públicas	64
3.2.4 Agregados monetarios y crédito al sector privado.....	69
3.2.5 Inflación.....	70
3.2.6 Resumen de las principales proyecciones macroeconómicas.....	72
4. Objetivos y medidas de política	73
5. Análisis de riesgo	81
6. Anexos.....	86
6.1. Seguimiento de los riesgos PM 2020-2021	86
6.2. Anexo estadístico	88

Índice de gráficos

Gráfico 1. Actividad económica y volumen de comercio mundial.....	11
Gráfico 2. Índice de precios de materias primas importadas.....	13
Gráfico 3. Términos de intercambio y precio de combustibles	13
Gráfico 4. Inflación de socios comerciales y ajustes en las tasas de política monetaria en 2019.....	14
Gráfico 5. Indicadores de incertidumbre en los mercados.....	15
Gráfico 6. Producto Interno Bruto semestral en volumen	16
Gráfico 7. Contribución al crecimiento según componentes del gasto	17
Gráfico 8. Gasto en consumo de Gobierno	18
Gráfico 9. Valor agregado según actividad económica	19
Gráfico 10. Indicadores del mercado laboral	21
Gráfico 11. Componentes de la balanza de pagos.....	25
Gráfico 12. Valor nominal de exportaciones e importaciones de bienes según régimen.....	26
Gráfico 13. Resultado financiero sector público global reducido.....	30
Gráfico 14. Gobierno Central: aportes (p.p.) a las tasas de variación interanual	31
Gráfico 15. Gobierno Central: ingresos y gastos como porcentaje del PIB.....	32
Gráfico 16. Financiamiento neto requerido por el Gobierno Central	33
Gráfico 17. Gobierno Central: ajuste (p.b.) del costo marginal de la deuda interna y tasas de interés promedio ponderado	33
Gráfico 18. Inflación: general, subyacente y expectativas	35
Gráfico 19. Tasas de interés del sistema financiero	41
Gráfico 20. Operaciones de intermediarios cambiarios con el público.....	42
Gráfico 21. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex	43
Gráfico 22. Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER) y sus componentes	44
Gráfico 23. Agregados monetarios, crédito al sector privado y dolarización financiera.....	47
Gráfico 24. Crédito al sector privado del sistema financiero	48
Gráfico 25. Brecha del crédito al sector privado (porcentaje del PIB) respecto a su tendencia de largo plazo	49
Gráfico 26. Crecimiento económico mundial	52
Gráfico 27. Indicadores adelantados de actividad económica.....	53
Gráfico 28. Términos de intercambio.....	54

Gráfico 29. Contribución al crecimiento del PIB en volumen por componentes del gasto	56
Gráfico 30. Inversión privada en volumen	56
Gráfico 31. Inversión pública en volumen	57
Gráfico 32. Gráfico de abanico para el crecimiento económico	60
Gráfico 33. Déficit de cuenta corriente por componentes	61
Gráfico 34. Balanza de Pagos: componentes seleccionados	63
Gráfico 35. Resultado financiero del Gobierno Central	65
Gráfico 36. Gobierno Central: proyección deuda total y resultados financiero y primario	66
Gráfico 37. Riqueza financiera (RFT) y crédito al sector privado (CSP)	69
Gráfico 38. Proyección no condicional de inflación	71

Índice de cuadros

Cuadro 1. Gobierno Central: Proyección de necesidades brutas de financiamiento y origen de fondos	66
Cuadro 2. Principales variables macroeconómicas.....	72
Cuadro A. 1. PIB por componentes de gasto (referencia 2012)	88
Cuadro A. 2. Indicadores de empleo y desempleo	88
Cuadro A. 3. Balanza de Pagos.....	89
Cuadro A. 4. Agregados monetarios y crédito al sector privado.....	89
Cuadro A. 5. Principales variables internacionales	90
Cuadro A. 6. PIB por componentes del gasto, en volumen.....	91
Cuadro A. 7. PIB y valor agregado por industria	91
Cuadro A. 8. Cuadro A.8. Balanza de Pagos	92
Cuadro A. 9. Resultado financiero del Gobierno Central	92

Índice de recuadros

Recuadro 1. Tasa de desempleo que no acelera la inflación (TDNI).....	23
Recuadro 2. Anclaje de las expectativas de inflación de mercado	37
Recuadro 3. Estimación de algunos efectos macroeconómicos asociados a la eventual colocación de bonos de deuda externa por parte del Gobierno Central	68
Recuadro 4. Mecanismo de transmisión de la política monetaria	77
Recuadro 5. Corredor asimétrico de tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez	78
Recuadro 6. Calendario de reuniones de política monetaria	80

Presentación

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, tengo el agrado de presentar el Programa Macroeconómico 2020-2021, preparado por los equipos técnicos del Banco Central y discutido y aprobado por la Junta Directiva.

La programación macroeconómica es un ejercicio mediante el cual el Banco Central elabora un diagnóstico sobre la situación internacional y nacional, prepara sus proyecciones macroeconómicas con base en la mejor información disponible, evalúa 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, por tanto, el Banco Central analiza la realidad macroeconómica y toma una posición de política monetaria. De esta forma, el Programa Macroeconómico no busca hacer un análisis exhaustivo de todas las políticas y medidas que el Banco Central ha adoptado o prevé 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. Su enfoque es en la coyuntura, en las proyecciones macroeconómicas, y en la política monetaria.

El 2019 fue un año de transición. La actividad económica en Costa Rica había venido perdiendo dinamismo desde mediados del 2016. Un factor determinante en este proceso de desaceleración fue el rumbo insostenible de las finanzas públicas, que presionó al alza las tasas de interés y generó incertidumbre, con lo que desplazó la inversión privada y el consumo. La situación se tornó crítica en el 2018, particularmente a partir de la segunda mitad de ese año, en que el Gobierno enfrentó serias dificultades de liquidez. Con la aprobación de la reforma fiscal (Ley 9635) en diciembre del 2018 se restableció la calma en los mercados financieros y cambiario, pero la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal dio lugar a un nuevo tipo de inquietud, esta vez sobre la incidencia de la reforma y el impacto que tendría en los hogares, empresas e industrias. Al igual que la anterior, esa nueva forma de incertidumbre afectó la confianza de consumidores y empresarios. Una vez que se fueron asimilando las nuevas disposiciones fiscales, la actividad económica empezó a repuntar.

En resumen, en el 2019 la coyuntura macroeconómica en Costa Rica mostró dos fases distintas. En los primeros cinco meses del año, la actividad económica mostró una marcada desaceleración, que la llevó a alcanzar una tasa interanual de 1,3%. A partir de ese momento; sin embargo, inició un proceso de recuperación económica, que se ha extendido a prácticamente todos los sectores de actividad, con excepción de la construcción.

Por su parte, en el 2019 la inflación se mantuvo baja, fluctuando dentro o por debajo del rango meta establecido por el BCCR (de 2% a 4%). En julio y agosto este indicador mostró un incremento asociado a la entrada en vigencia, en julio, del impuesto al valor agregado (IVA). Sin embargo, este aumento fue limitado y de corta duración, pues a partir de setiembre la inflación mostró una clara tendencia a la baja, hasta ubicarse al término del año en 1,5%.

La trayectoria de la inflación en el 2019 puso de manifiesto la persistencia de presiones desinflacionarias en la economía costarricense, como resultado de: i) una brecha de producto negativa (es decir, que el nivel de producción se encuentra por debajo de su potencial, por lo que existe capacidad ociosa en la economía); ii) una tasa de desempleo alta, superior a la tasa de largo plazo en que se estabilizaría la inflación; y iii) un crecimiento del crédito al sector privado en colones inferior al crecimiento nominal de la economía, pese a la recuperación que ha mostrado en meses recientes. Además de estas fuerzas desinflacionarias internas, la caída en algunos precios internacionales de materias primas y la apreciación del colón contribuyeron también a una menor inflación importada.

En forma coherente con el comportamiento de la inflación, las expectativas de inflación a 12 meses continuaron en el punto medio del rango meta. Esto refleja una arraigada confianza por parte de los agentes económicos en relación con el compromiso del Banco Central de mantener una inflación baja y estable.

Por otra parte, el contexto externo ha estado caracterizado por un menor ritmo de crecimiento de la economía mundial, inflación baja y un relajamiento de las condiciones monetarias en algunas economías avanzadas y emergentes.

Estas circunstancias (presiones desinflacionarias a nivel local, expectativas de inflación ancladas y el contexto externo) ampliaron el espacio para una política monetaria contracíclica en Costa Rica. Esto es, para una política monetaria orientada a estimular las condiciones crediticias y la reactivación económica (con fundamento en lo establecido en el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central), sin poner en riesgo su objetivo primario de mantener una inflación baja y estable.

En línea con lo anterior, en el 2019 el BCCR redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en siete ocasiones, para un acumulado de 250 puntos básicos (p.b.), con lo cual al término del año se ubicó en 2,75%. Además, a partir de junio, disminuyó la tasa de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez para operaciones en moneda nacional, de 15% a 12%.

Para el bienio 2020-2021, las proyecciones macroeconómicas señalan que el repunte de la actividad económica continuaría, en un contexto de déficit externo moderado y de un proceso gradual de fortalecimiento de las finanzas públicas, al amparo del estricto cumplimiento de la Ley 9635. Este proceso, se prevé, será acompañado de flujos de financiamiento externo y doméstico contratados bajo condiciones financieras más favorables que las ofrecidas por el mercado local en el 2019.

Además, los modelos de pronóstico del Banco Central proyectan que en el bienio 2020-2021 la inflación general y el promedio de los indicadores de la subyacente se mantendrán contenidos en el rango meta, aunque por debajo de su valor medio (3%). Esto confirma que existe espacio y justificación para continuar con el ciclo de relajamiento de la política monetaria. Con base en ello, en el acto de aprobación de este Programa Macroeconómico la Junta Directiva del Banco Central acordó reducir la TPM en 50 p.b., para ubicarla en 2,25%.

En los dos años que siguen, la política monetaria del Banco Central continuará dirigida a mantener una inflación baja y estable y a apoyar la reactivación económica. Hasta ahora, y aunque el rezago con que la política monetaria impacta la actividad económica y la inflación tiende a ser de más de un año, la transmisión de las medidas de relajamiento de la política monetaria del Banco Central a las tasas de interés de mercado ha sido muy limitada. Buena parte de los recursos de la reducción en el encaje mínimo legal están depositados en el Mercado Integrado de Liquidez.

En procura de fortalecer la efectividad de la política monetaria, el Banco Central está tomando un conjunto de medidas tendientes a mejorar el funcionamiento de los mercados de negociación en los que participa, el flujo de información a los mercados y el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos. Como parte de esas acciones, se está introduciendo un corredor asimétrico alrededor de la TPM, que además busca, como medida contracíclica adicional, aumentar el costo de oportunidad de tener los recursos depositados en esos instrumentos.

Para fortalecer la comunicación y la formación de expectativas, a partir de este año el Banco Central publicará de manera anticipada el calendario de las reuniones de Junta Directiva en las que decidirá el nivel de su Tasa de Política Monetaria. Además, reorganizamos las publicaciones del Banco Central para que, en los trimestres que no hay Programa Macroeconómico, se publique un Informe de Política Monetaria, que remplazaría al actual Informe de Inflación. Ello permitirá ofrecer al público, en forma trimestral, un análisis exhaustivo de la coyuntura económica y de la política monetaria.

La Junta Directiva confirmó, en el acto de aprobación de este Programa Macroeconómico, su compromiso firme con mantener la inflación baja y estable, y decidió también mantener la meta de inflación en $3\% \pm 1$ punto porcentual. Este año el Banco Central se va a abocar a explorar, en discusiones internas y en consultas con académicos y el público en general, la conveniencia de revisar esa meta.

Claro está que, para que el repunte en la actividad económica se consolide y se manifieste en una reducción en el desempleo, no basta con el relajamiento de la política monetaria. Es necesario que las medidas tomadas por el Banco Central sean traducidas por los intermediarios financieros, en forma más clara de lo que se ha observado hasta ahora, en mejores condiciones crediticias, de manera que se logre estimular la demanda de crédito, que es una de las correas de transmisión de la política monetaria. Es también necesario que los agentes económicos aprovechen esas mejores condiciones, e impulsen así el consumo y la inversión. Más allá de la política monetaria, y para seguir robusteciendo la confianza, en particular sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, se requiere la implementación estricta de la reforma fiscal. Finalmente, se necesitan reformas estructurales de calado profundo, que promuevan la productividad y reduzcan el costo de hacer negocios en el país (el costo de la energía, del factor trabajo, de la regulación) que fortalezcan la competencia, la educación y la infraestructura de transporte y de telecomunicaciones, y que mejoren la eficiencia del sector público.



Rodrigo Cubero Brealey
Presidente, Banco Central de Costa Rica.

1

La economía, en síntesis: el 2019 y perspectivas

Luego de la difícil situación que experimentó la economía costarricense en el segundo semestre de 2018 debido, principalmente, a la incertidumbre generada por el deterioro de las finanzas públicas, en el 2019 mejoraron las condiciones macroeconómicas, especialmente en el segundo semestre.

En el 2019, la coyuntura internacional tuvo una incidencia mixta sobre la economía costarricense. Por un lado, el debilitamiento de la actividad económica mundial y, particularmente, de nuestros principales socios comerciales, contuvo la demanda externa del país, en especial la de bienes. Por otra parte, la baja en las tasas de interés y la desaceleración de los precios de las materias primas, propiciadas por esa desaceleración, disminuyeron la presión sobre las tasas de interés locales e impactaron favorablemente los términos de intercambio. Además, la recuperación de los precios de algunos de los principales productos agrícolas de exportación también favoreció la mejora en los términos de intercambio.

Uno de los aspectos que más influyó en la desaceleración de la economía internacional fue el agravamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos de América (EUA) y China, debido a su impacto negativo sobre el comercio mundial y sobre la confianza y las expectativas de los agentes económicos. Al respecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que en 2019 el comercio mundial de bienes y servicios creció menos que el año previo (1,0% y 3,7%, respectivamente), y que la economía mundial se desaceleró desde un 3,6% en 2018 hasta 2,9% en 2019.

En el contexto interno, la aprobación de la reforma fiscal (Ley 9635), en diciembre de 2018, llevó en el 2019 a una paulatina recuperación en la confianza de los agentes económicos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esa mayor confianza se ha reflejado especialmente en los mercados financieros, con una reducción significativa de las tasas de interés de títulos del Gobierno y un fortalecimiento del colón, pero en meses recientes ha empezado a manifestarse en mejoras en las expectativas de los consumidores y empresarios, por lo cual es de esperar que gradualmente se refleje en el consumo y la inversión.

En línea con lo anterior, a partir de abril del 2019 las tasas de interés de los títulos de deuda del Gobierno Central mostraron una reducción sistemática de poco más de 300 puntos base (p.b.) para los diferentes plazos, tanto en moneda nacional como extranjera, lo cual llevó a una disminución en el costo medio de su deuda interna.

Además, las medidas aprobadas tendientes a restablecer la sostenibilidad fiscal y la mayor confianza hicieron posible que en noviembre pasado el Gobierno colocara, de manera exitosa, bonos por *USD* 1.500 millones en el mercado internacional y recibiera un crédito de apoyo presupuestario del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por *USD* 350 millones. La reforma fiscal también permitió un aumento sostenido en la recaudación tributaria durante el 2019, que hasta noviembre se reflejó en una reducción de 0,1 puntos porcentuales (p.p.) en el déficit primario respecto al año anterior. En diciembre, sin embargo, se atendieron compromisos presupuestarios (esencialmente gastos de capital) que elevaron este déficit primario de 2,3% en 2018 a 2,8% del Producto Interno Bruto (PIB) en 2019. Así, el gasto de capital aumentó de 1,4% del PIB en 2018 a 2,0% en 2019. Este aumento en el gasto de capital estuvo concentrado a finales del año y no quedó reflejado en ejecución de obra pública de ese período.

Dado lo anterior, el déficit financiero del Gobierno alcanzó 7,0% del PIB a diciembre del 2019, superior en 1,2 p.p. al registrado el año anterior. Además del mayor gasto de capital, en este resultado incidió la mayor carga por intereses de la deuda pública.

Las cifras para el 2019 muestran una desaceleración económica con respecto al año previo: el crecimiento del PIB para el 2019 se estima en 2,1%, inferior en 0,1 p.p. a la variación prevista en la revisión del Programa Macroeconómico de julio pasado e inferior al crecimiento de 2,7% estimado para 2018. La desaceleración en el 2019 estuvo determinada por el menor crecimiento de la demanda interna, principalmente por el efecto sobre el consumo de los hogares e inversión privada de expectativas en terreno negativo (aunque con una ligera mejora en el último trimestre del año), y porque, contrario a lo inicialmente esperado, la inversión pública se redujo en relación con el 2018, sobre todo en proyectos de agua potable, saneamiento e infraestructura vial y eléctrica.

No obstante, en línea con la mayor confianza generada por la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635), en el segundo semestre de 2019 la actividad económica del país repuntó. En este resultado incidió el sostenido dinamismo de la actividad económica en regímenes especiales (zonas francas y perfeccionamiento activo), la mejora en la producción agrícola, la estabilización en los flujos de comercio con la región centroamericana y el efecto base de la huelga de empleados del sector público en el 2018.

La mejora observada en la actividad económica en el segundo semestre del 2019 todavía no se ha manifestado en el empleo. A lo largo del 2019 el mercado laboral evidenció un deterioro en comparación con el año anterior. Los indicadores de desempleo abierto y ampliado, subempleo y empleo informal mostraron valores superiores a los registrados en el 2018. De igual forma, la tasa de presión general, que incluye a quienes están empleados pero buscando cambiar de trabajo, mantuvo un comportamiento creciente.

Por otra parte, las cifras preliminares registran una reducción en el déficit de cuenta corriente desde 3,3% del PIB en 2018 a 2,5% en 2019, asociada en particular al dinamismo de las exportaciones y, en línea con la desaceleración de la demanda interna, la menor demanda de importaciones. Los flujos de ahorro externo, tanto públicos como privados, fueron más que suficientes para financiar esta brecha y permitir un aumento en las reservas internacionales netas del país, de 12,4% del PIB en 2018 a 14,5% al cierre del 2019.

En un entorno de menor incertidumbre económica y de ingreso de capitales externos, el tipo de cambio del dólar estadounidense disminuyó 6,0% en el 2019. Sin embargo, su comportamiento fue diferente entre semestres: mientras en el primer semestre hubo una clara tendencia a la baja, en el segundo hubo movimientos tanto al alza como a la baja. Claro está que la reducción en el primer semestre siguió al fuerte incremento del segundo semestre del 2018. Así, el tipo de cambio nominal del dólar de EUA estaba a fines de 2019 en un nivel muy similar al que mostraba a fines del 2017 o a mediados del 2018.

Por su parte, los agregados monetarios y crediticios registraron en el 2019 tasas de crecimiento menores en comparación con el año previo, con un repunte en la segunda mitad del año. Este comportamiento es conforme con la mejora observada en la actividad económica en meses recientes.

El repunte del crédito también se apoya en las acciones de política aplicadas por el Banco Central para incentivar la reactivación económica. En efecto, en el 2019 el BCCR redujo la TPM en siete ocasiones, para un acumulado de 250 p.b., con lo cual al término del año se ubicó en 2,75%. Además, a partir de junio, disminuyó la tasa de encaje mínimo legal y de la reserva de liquidez para las operaciones en moneda nacional, de 15% a 12%.

Estas acciones, conjuntamente con la menor presión ejercida por el Gobierno sobre el mercado financiero local, propiciaron una leve tendencia a la baja en las tasas de interés del sistema financiero nacional, tanto las activas como las pasivas, especialmente en el segundo semestre.

En su conjunto, las condiciones económicas descritas contribuyeron a que en el 2019 la inflación, en la mayor parte del año, se mantuviera contenida en el rango meta del BCCR (de 2% a 4%) y las expectativas de inflación continuaran ancladas al punto medio de ese rango, incluso después de la entrada en vigencia del IVA (que incidió en un aumento de corta duración sobre la inflación).

Para el bienio que ahora inicia, el Banco Central proyecta una continua y gradual recuperación económica, con una tasa de crecimiento del PIB real de 2,5% en el 2020 y 3,0% en el 2021. La tasa de crecimiento proyectada continuaría por debajo del crecimiento potencial estimado para la economía costarricense (alrededor de 3,5% para el largo plazo), por lo cual la brecha del producto permanecerá negativa (esto es, el nivel efectivo de la producción será inferior a su potencial), lo que a su vez implica que se mantiene capacidad ociosa.

Las proyecciones del Banco Central, basadas en su modelo macroeconómico, indican que en el bienio 2020-2021 la inflación general y la subyacente se mantendrían dentro del rango meta, aunque por debajo de su valor medio (3,0%).

Consecuente con el moderado dinamismo de la actividad económica, se estima un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 2,2% del PIB anual en este bienio. Este déficit sería más que financiado por el influjo de inversión directa. El saldo de las reservas internacionales netas (RIN) se prevé en 13,2% del PIB al cierre del 2020 y 13,0% un año después (14,5% en 2019). Estos valores proveen suficiente blindaje financiero a la economía costarricense.

En cuanto a las finanzas públicas, con la vigencia plena de las reformas tributarias (que solo cobraron efecto en la segunda mitad del 2019) y de la regla fiscal (que se implementa por primera vez en el 2020), se proyecta una caída en el déficit primario del Gobierno Central para el 2020 y 2021 (a 1,3% y 0,8% del PIB, en ese orden, en comparación con 2,8% en el 2019). El déficit financiero del Gobierno Central también disminuiría, para ubicarse en 5,9% del PIB en 2020 y en 5,7% en 2021. La menor reducción en el déficit financiero en comparación con la del resultado primario refleja, una vez más, un aumento en la carga por intereses.

Estos resultados suponen el efecto de las medidas fiscales y, en particular, de la aplicación estricta de la regla fiscal contemplada en la Ley 9635, y también suponen el ingreso de recursos por créditos multilaterales para apoyo presupuestario por un total de USD 2.280 millones en este bienio. Cabe indicar que, para el horizonte de proyección del presente ejercicio, no se contempla una colocación adicional de bonos de Gobierno en plazas internacionales.

¹ Para ilustrar los efectos de esa colocación, se presenta un escenario alternativo en el Recuadro 3.

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 2022. Los requerimientos brutos de financiamiento del Gobierno continuarán altos también por varios años. Asimismo, se prevé que la carga por intereses disminuya gradualmente en el mediano plazo, conforme los rendimientos de la reforma fiscal sigan manifestándose en menores déficits y tasas de interés marginal. 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.

Por otra parte, se proyecta que el ahorro financiero nacional aumente a una tasa media anual en torno a 7,6% en el bienio 2020-2021, 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. Asimismo, se prevé un crecimiento del crédito al sector privado en torno a 5,0% en el 2020 y 7,0% en el 2021.

Estas proyecciones incorporan la mejor información disponible a enero de 2020. No obstante, existen riesgos provenientes del contexto internacional e 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 y una intensificación en el corto plazo del conflicto político en Nicaragua (aunque este riesgo parece haberse reducido).

Por su parte, entre los riesgos locales sobresalen un déficit fiscal mayor al previsto, un deterioro de los niveles de confianza de consumidores y empresarios en la economía, choques de oferta no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas, así como un menor grado de ejecución de obra pública.

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

2

Situación macroeconómica en el 2019

2.1. Economía internacional

El 2019 estuvo caracterizado por un aumento en las tensiones comerciales internacionales, particularmente entre Estados Unidos (EUA) y China. La materialización de este riesgo impactó negativamente el crecimiento económico de muchas economías avanzadas y emergentes, lo que llevó a los principales organismos internacionales a revisar a la baja, en varias oportunidades, las perspectivas de la economía mundial.

El menor dinamismo de la demanda agregada mundial se reflejó en la reducción en los precios internacionales de las materias primas, en especial, del crudo, y ambos factores (baja demanda y menores precios de materias primas) explican en buena medida que la inflación se haya mantenido por debajo de la meta de algunos bancos centrales.

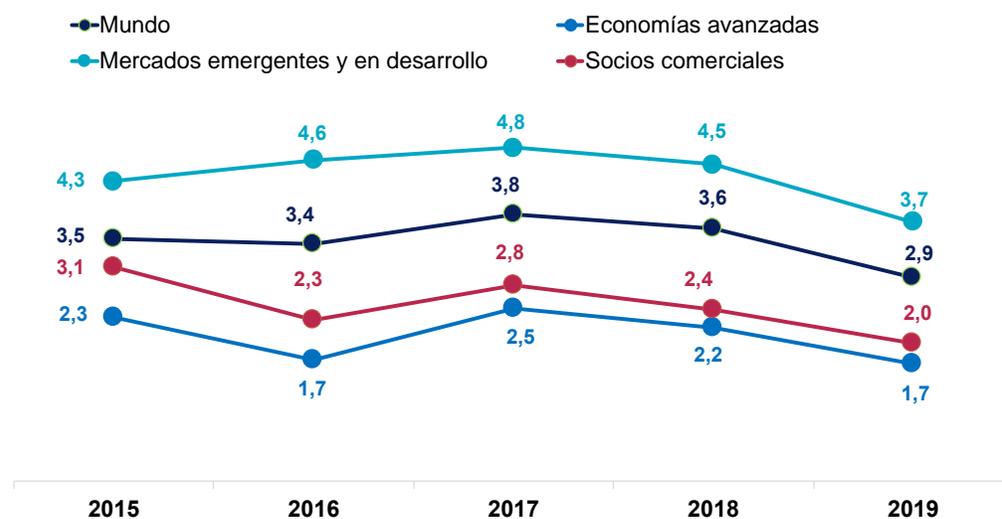
En este contexto, algunas economías avanzadas y emergentes flexibilizaron en el segundo semestre las condiciones monetarias, luego de un periodo de pausa en su política monetaria.

El debilitamiento del crecimiento de la actividad económica mundial, de 3,6% en el 2018 a 2,9% un año después, contuvo la demanda externa de Costa Rica, en especial de bienes. Esa tasa de crecimiento, la más baja desde la crisis financiera mundial de 2008 según el FMI (Gráfico 1), estuvo influida por la agudización de las tensiones comerciales entre EUA y China, la incertidumbre asociada a la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*) y el enfriamiento de la economía alemana. Por un lado, las medidas arancelarias afectaron directamente el comercio mundial y, por otro, la incertidumbre originada en las tensiones comerciales y el *brexit* influyeron sobre el consumo y, especialmente, sobre la inversión.

Gráfico 1. Actividad económica y volumen de comercio mundial

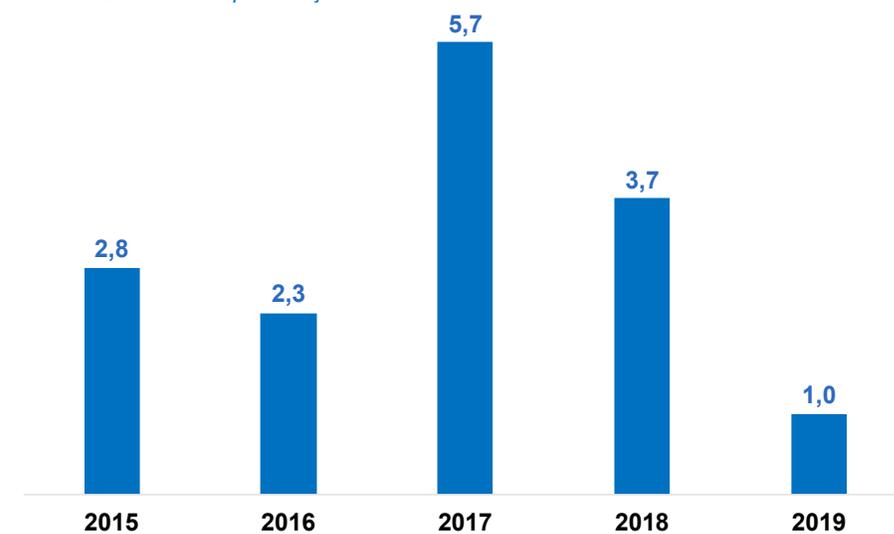
A. Crecimiento económico

Variación interanual en porcentajes



B. Comercio mundial de bienes y servicios

Variación interanual en porcentaje



Fuente: Informe de Perspectivas de la economía mundial del FMI, octubre de 2019 y enero de 2020 y Banco Central de Costa Rica.

El FMI estima que el volumen de comercio mundial de bienes y servicios creció 1,0% en el 2019, una franca desaceleración con respecto a los años previos (tasa media de 3,6% en el lapso 2015-2018). Particularmente, el crecimiento medio ponderado para los principales socios comerciales del país² disminuyó de 2,4% en el 2018 a 2,0% un año después.

La menor demanda mundial, conjuntamente con menores perspectivas de crecimiento económico y el aumento en la producción de crudo en EUA, llevaron a una baja en los precios internacionales del petróleo, a pesar de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de sus socios de continuar con el recorte en la producción hasta marzo del 2020. Así, el precio promedio del crudo West Texas Intermediate (WTI) registró una disminución de 12,0% en el 2019, en relación con el precio promedio del 2018. Es preciso señalar, sin embargo, que si bien fue menor al del 2018, el precio promedio del petróleo fue mucho más alto durante el 2019 que lo proyectado por los organismos internacionales a inicios del año 2019 (que a su vez fue utilizado como insumo para el Programa Macroeconómico 2019-2020).

Consecuente con la caída en el precio del crudo, la cotización del cóctel de hidrocarburos que importa el país bajó 8,7% en el año y la factura petrolera, se estima, fue 1,8% menor a lo pagado un año atrás.

Dado el peso relativo de los hidrocarburos, estos determinaron la evolución del índice de precios de materias primas del país, que en promedio bajó 4,9% en el año³ (Gráfico 2), toda vez que el precio de los granos básicos mostró una variación media de -0,8% y los metales aumentaron 22,6%⁴.

La caída en el índice de precios de las materias primas importadas aunada a la recuperación en los precios de algunos productos costarricenses de exportación, como el café y la piña, llevaron a una mejora en los términos de intercambio del país (razón de los precios de las exportaciones a los precios de las importaciones). Los términos de intercambio mostraron variaciones positivas a lo largo del 2019, y la mejora en promedio fue de 1,0% en el año (Gráfico 3).

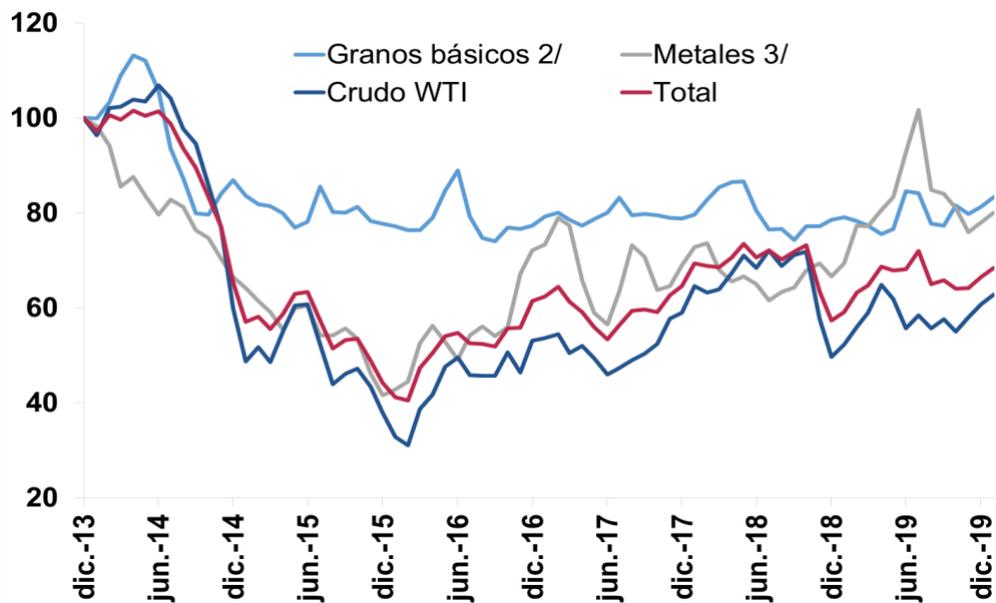
² Estimación para una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones de bienes costarricenses a noviembre de 2019.

³ A inicios de enero del 2020 los precios del petróleo reaccionaron al alza ante las tensiones en Medio Oriente. Sin embargo, posteriormente retornaron a los niveles registrados a finales de año.

⁴ Por la importancia relativa del hierro en las importaciones costarricenses, su precio determinó el comportamiento de este subgrupo, toda vez que el precio de los otros metales bajó. El repunte en el precio del hierro reflejó problemas de suministro ante los accidentes en las minas brasileñas y los ciclones en Australia, países que concentran el 80% de la producción mundial.

Gráfico 2. Índice de precios de materias primas importadas

Ponderaciones anuales móviles/ (31/12/2013=100)¹



^{1/} Utiliza como ponderación las importaciones de cada insumo realizadas por Costa Rica en el año anterior. Las ponderaciones actuales son: 16,3% granos básicos, 23,6% metales y 60,1% crudo WTI.

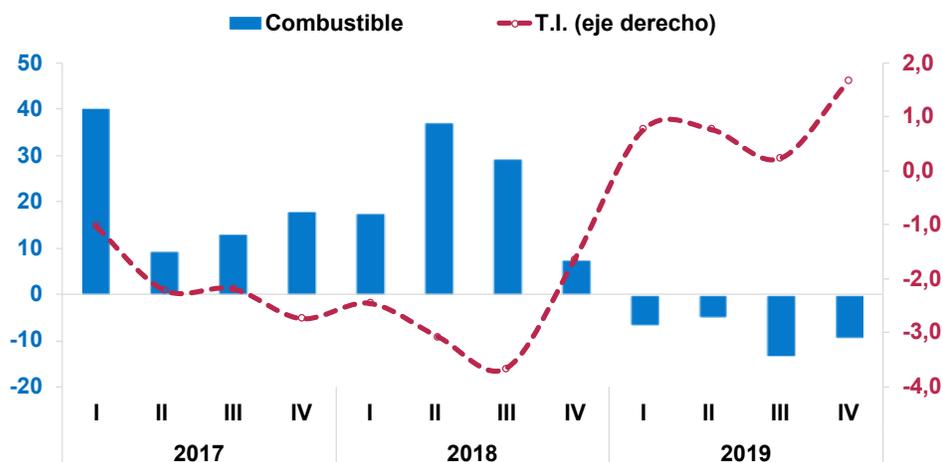
^{2/} Granos básicos: trigo maíz, soya y arroz.

^{3/} Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.

Fuente: Bloomberg con información al 09 de enero de 2020.

Gráfico 3. Términos de intercambio y precio de combustibles

Variación interanual en porcentajes

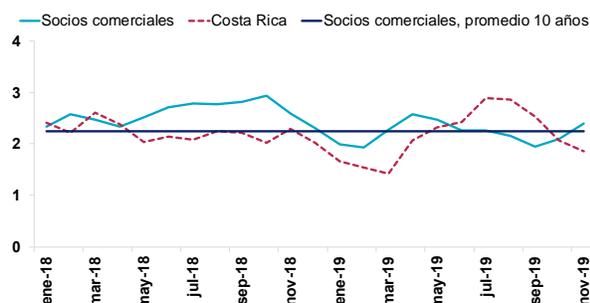


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 4. Inflación de socios comerciales y ajustes en las tasas de política monetaria en 2019

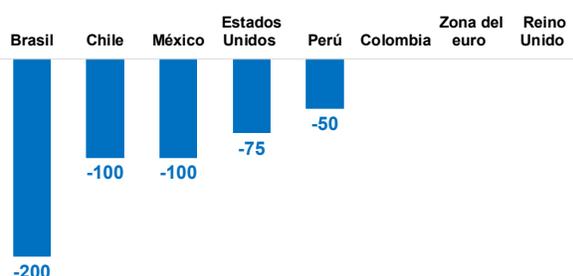
A. Inflación de socios comerciales

Variación interanual en porcentajes



B. Ajustes en las tasas de política monetaria en 2019

En puntos básicos



Nota: Corresponde al promedio ponderado por importaciones (ponderación móvil) del período 2008-2018.

Fuente: Bloomberg y Banco Central de Costa Rica.

El menor dinamismo de la actividad económica mundial y la disminución en el precio de las materias primas contribuyeron a que, en buena parte de las economías avanzadas y emergentes, la inflación se mantuviera cerca o por debajo de la meta.

Específicamente, la inflación interanual promedio de los principales socios comerciales de Costa Rica en el 2019 fue 2,2%⁶, inferior al 2,6% registrado en el 2018, pero superior a la tasa media de inflación en Costa Rica (2,1%) (Gráfico 4). Esta variable permite evaluar el impacto de la inflación importada sobre la economía local, y su evolución en el mediano plazo es utilizada para determinar la meta de inflación.

Con una inflación contenida y un ritmo de actividad económica desacelerado, algunas economías avanzadas y emergentes flexibilizaron las condiciones monetarias en el segundo semestre del 2019⁷ (Gráfico 4), lo cual disminuyó la presión sobre las tasas de interés internacionales y, con ello sobre las tasas de interés locales.

Por su parte, si bien los mercados financieros internacionales reflejaron mayor incertidumbre con el aumento en los tensiones comerciales entre EUA y China a partir de mayo de 2019, eventos recientes como el acuerdo parcial entre esos países, firmado el 15 de enero de 2020, y la reducción en la probabilidad percibida de un *brexit* abrupto y caótico, han contribuido a moderar esa volatilidad (Gráfico 5).

⁵ De acuerdo con el FMI, en el 2019 la inflación promedio fue de 1,4% en las economías avanzadas y de 5,1% en las economías emergentes, comparado con 2,0% y 4,8% en el 2018, respectivamente.

⁶ Información hasta noviembre 2019. Ponderado por los

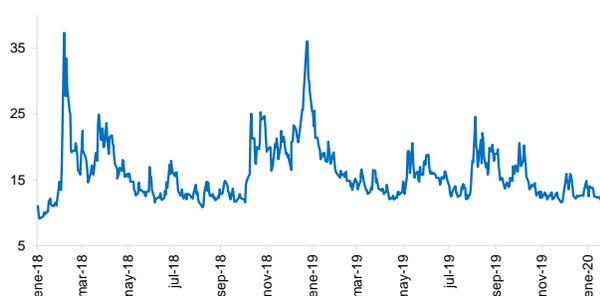
flujos de importación (promedio móvil).

⁷ Desde inicios de 2019 el tono de la política monetaria se tornó más cauteloso ante la moderación del crecimiento mundial (ver Informe de Inflación de junio de 2019).

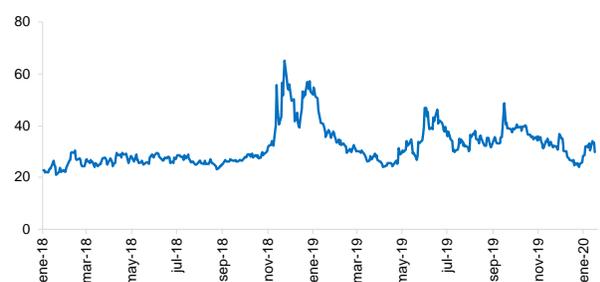
Gráfico 5. Indicadores de incertidumbre en los mercados

En puntos

A. Índice de volatilidad financiera: VIX¹



B. Índice de volatilidad del precio del petróleo: OVX¹



^{1/} Valores inferiores a 20 se asocian con períodos de relativa calma o estabilidad, entre 20 y 30 con volatilidad moderada y superiores a 30 con alta volatilidad.

Fuente: Bloomberg y base de datos del Banco de la Reserva de San Luis (FRED).

La presión a la baja sobre las tasas de interés internacionales y la recuperación de los flujos de capital hacia economías emergentes (ante una política monetaria laxa en economías avanzadas) favorecieron la apreciación temporal de las monedas en países latinoamericanos como Brasil, Chile, Colombia y México, aunque el resultado acumulado del 2019 muestra una depreciación en la mayoría de estos países, debido a condiciones internas.

2.2. Economía nacional

2.1.1 Actividad económica y empleo

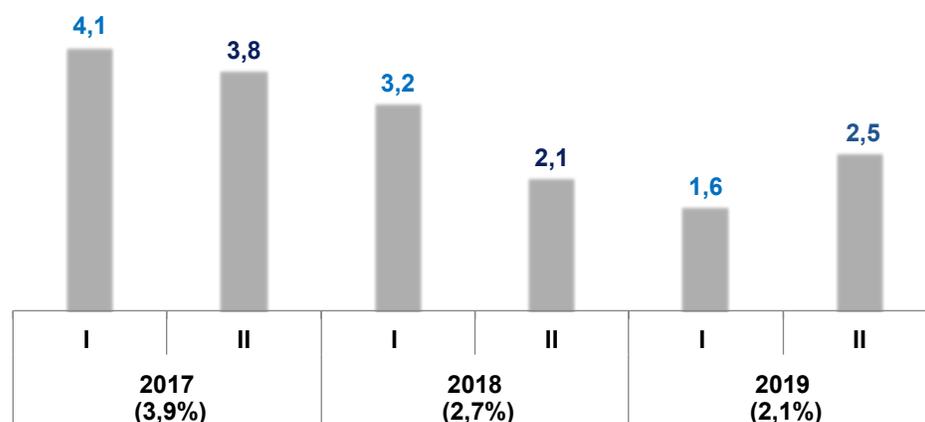
La producción creció 2,1% en el 2019, una tasa inferior en 0,6 p.p. con respecto al 2018. Sin embargo, la actividad económica repuntó en el segundo semestre del año. El crecimiento en el 2019 se mantuvo por debajo de su tasa potencial, con lo cual se amplió la brecha del producto (exceso de capacidad). De manera consecuente con el comportamiento de la producción, la tasa de desempleo se mantuvo alta (11,4% en el tercer trimestre).

La actividad económica dio signos de recuperación en el segundo semestre de 2019, no obstante la brecha de producto se mantuvo negativa.

La producción, medida con el PIB en volumen, creció 2,1% en el 2019, 0,6 p.p. menos con respecto al año previo (Gráfico 6). La desaceleración respondió al menor crecimiento de la demanda interna y al debilitamiento de la demanda externa, ante la pérdida de dinamismo de la actividad económica mundial (Gráfico 7).

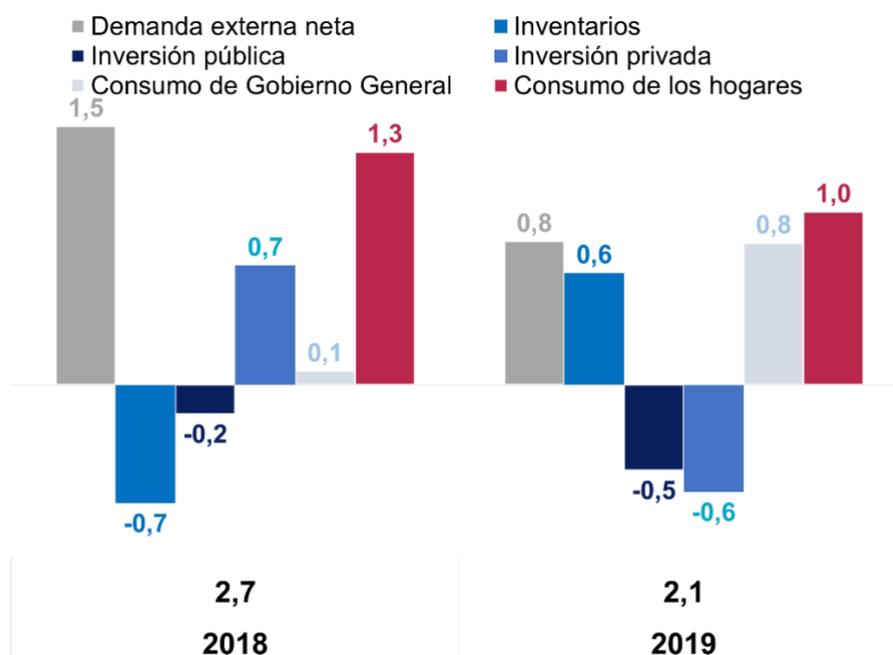
Gráfico 6. Producto Interno Bruto semestral en volumen

Variación interanual en porcentajes (serie tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El comportamiento de la demanda interna, a su vez, reflejó: a) el efecto sobre el consumo de los hogares y la inversión privada de expectativas de consumidores y empresarios en terreno negativo (aunque con una ligera mejora en el último trimestre del año); b) la elevada tasa de desempleo; y c) la menor ejecución de inversión pública, sobre todo en proyectos de agua potable y saneamiento y de infraestructura vial y hospitalaria (ver cuadro A1 del Anexo).

Gráfico 7. Contribución al crecimiento según componentes del gasto*Aporte en p.p. a la variación interanual*

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Estos factores formaron parte de los riesgos identificados para las proyecciones del Programa Macroeconómico 2019-2020 de enero de 2019 y de su revisión en julio.

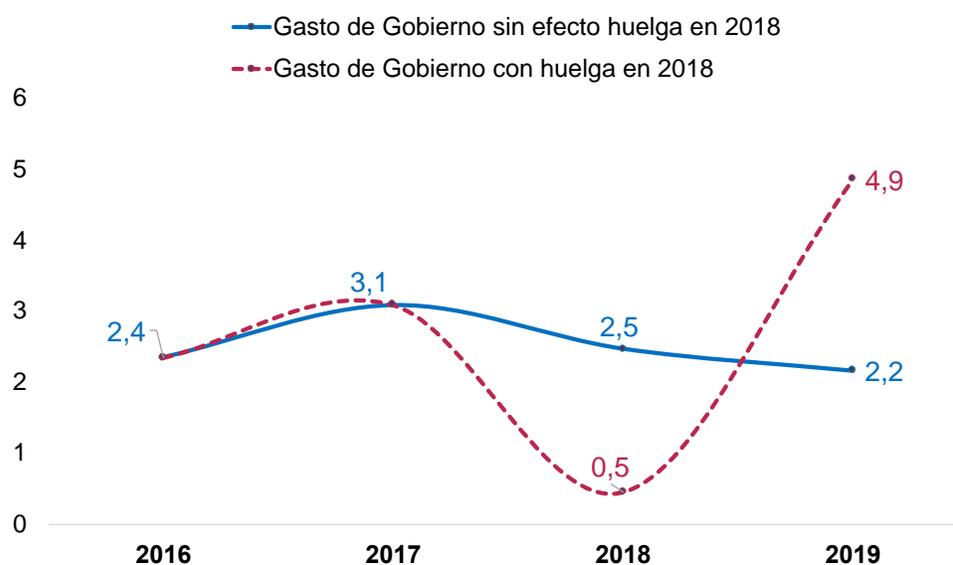
La estimación del PIB en volumen para el 2019 fue inferior en 0,1 p.p. en relación con lo previsto en julio pasado (2,2%). Esta discrepancia, analizada por el lado del gasto, se explica por la demanda interna, toda vez que la inversión pública ajustó a la baja en 0,3 p.p., efecto que fue parcialmente compensado por el mayor aporte del consumo del gobierno y de los inventarios, ambos con 0,1 p.p. En el caso de la demanda externa neta, el menor aporte de las exportaciones fue compensado por una desaceleración en las importaciones.

De estos desvíos amerita comentar lo relativo a la inversión y al gasto público. En la menor ejecución de obra pública influyó la reducción en el gasto en proyectos de agua y saneamiento, infraestructura vial (particularmente para la construcción de la ruta 32) y hospitalaria. En este último caso, no iniciaron proyectos que estaban programados, como la construcción del hospital de Turrialba, del área de salud de Naranjo, ni tampoco la remodelación del edificio de la Caja Costarricense del Seguro Social destinado a oficinas centrales. Para el año 2019 como un todo, la subejecución de obra pública en relación con lo proyectado en el Programa Macroeconómico de enero de 2019 redundó en un aporte negativo al crecimiento económico de 0,8 p.p. Es decir, esa subejecución explica casi tres cuartas partes del desvío en el crecimiento del PIB de 2019 en relación con la proyección de crecimiento formulada en enero del 2019 (3,2%).

Por su parte, el mayor gasto del Gobierno (4,9% contra 3,9% previsto en julio) obedeció a la contratación de personal en salud (especialistas en ciencias médicas y para la operación de nueva infraestructura hospitalaria) y en educación. No obstante, el rubro de servicios de administración pública (distintos de educación y salud) puso de manifiesto los esfuerzos de contención del gasto. Así, una vez excluido el impacto de la huelga que afectó la provisión de algunos servicios públicos en los últimos meses del 2018, el gasto del Gobierno creció en volumen 2,2%, inferior a lo registrado en los años previos (Gráfico 8).

Gráfico 8. Gasto en consumo de Gobierno

Variación interanual en porcentajes

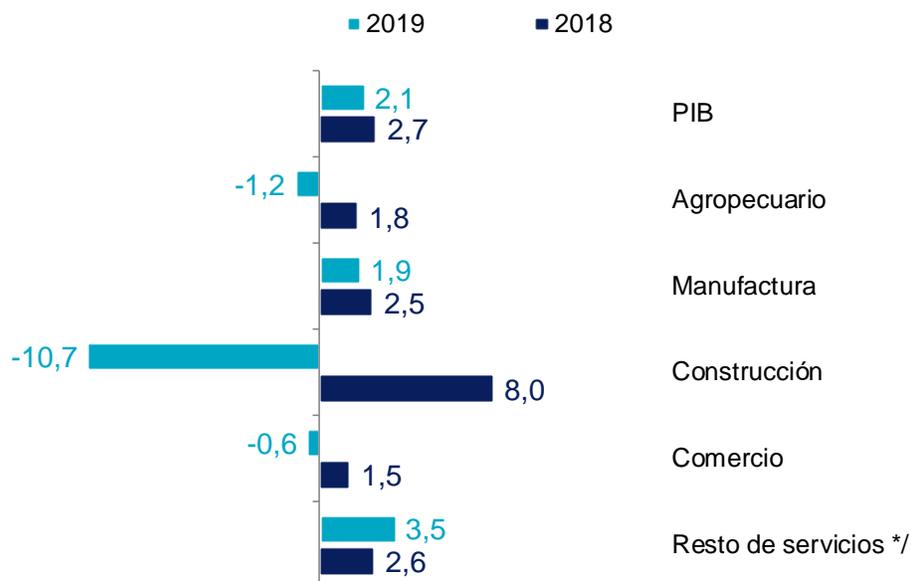


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por actividad económica, con la salvedad de los servicios, el resto de actividades perdió dinamismo, e incluso algunas mostraron tasas negativas de variación (Gráfico 9). En efecto, la actividad económica fue liderada por los servicios, que aportaron 2,4 p.p. al crecimiento económico en el 2019. Esto es consecuente con el cambio en la estructura productiva del país hacia un mayor peso del sector servicios.

Gráfico 9. Valor agregado según actividad económica

Variación interanual en porcentajes



^{*/} Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, alojamiento, servicios de comida, administración pública, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuando se analiza el comportamiento de la producción en 2019 por semestres, se observa un patrón disímil. Mientras en la primera parte del año se mantuvo la tendencia a la desaceleración de los dos años previos, el segundo semestre dio signos de recuperación, con un crecimiento de 2,5%, superior en 0,9 p.p. al del semestre previo (Gráfico 6).

Esta evolución se explica por una dinámica diferente en la producción de empresas amparadas a regímenes especiales y de aquellas ubicadas en el régimen definitivos. En efecto, por un lado la producción de las empresas amparadas a regímenes especiales mantuvo el dinamismo a lo largo del año, con una tasa media de 10,8% (en buena medida determinada por aquellas dedicadas a la manufactura de dispositivos médicos y a servicios de apoyo a empresas e informática).

⁸ La diferencia se debe fundamentalmente a que las empresas en regímenes especiales destinan su producción mayormente al mercado externo y están vinculadas a cadenas globales de valor. En este sentido su desempeño económico se explica principalmente por factores exógenos a la economía doméstica. Por otra parte, las empresas del régimen definitivo sí son afectadas por condiciones internas. Mayor detalle en el Recuadro 2 “Asimetrías entre las empresas de los regímenes especiales y las del régimen definitivo” del Informe de Inflación, Diciembre de 2019.

Por otro, las empresas del régimen definitivo, cuya producción representa el 90% del PIB, explican la desaceleración económica en la primera mitad del año⁹ así como su posterior recuperación en el segundo semestre.

El escaso dinamismo en el régimen definitivo en los últimos años y en el primer semestre del 2019 obedeció a factores internos: la pérdida de confianza por la delicada situación fiscal (antes de la reforma fiscal) y la incertidumbre sobre la incidencia de la reforma (una vez aprobada ésta), que limitó el consumo y la inversión, y el alto nivel de endeudamiento de los hogares, que frenó el consumo. También, influyeron los choques sub-regionales (en particular, la recesión en Nicaragua y su impacto sobre las exportaciones a Centroamérica) o idiosincráticos (el impacto del fenómeno climático El Niño y la caída en los precios de algunos bienes agrícolas de exportación).

En contraste, la producción de las empresas del régimen definitivo repuntó en el segundo semestre del año¹⁰, lo que impulsó la recuperación económica ya comentada, pues estas actividades conforman la mayor parte de la producción interna.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo continuó alta a lo largo del 2019. Por sus profundas implicaciones socioeconómicas, el desempleo es uno de los problemas de mayor relevancia de la economía costarricense. La alta tasa de desempleo actual refleja tanto un componente cíclico (que responde a la coyuntura de desaceleración económica y bajo crecimiento) como uno estructural.

Como lo ha manifestado el BCCR en varios documentos (recientemente en el Capítulo 3 del Informe de Inflación de diciembre último), una causa del elevado desempleo estructural en la última década es el dualismo de la estructura productiva. Esto es, la bifurcación de la producción en actividades dinámicas relacionadas con las exportaciones de bienes y servicios, especialmente de zona franca, y otras orientadas a la economía interna que se han estancado y en las que las condiciones laborales (empleo y salarios reales) han empeorado, especialmente a partir del 2018, con la pérdida de dinamismo de la actividad económica.

⁹ De acuerdo con el Índice Mensual de Actividad Económica de noviembre pasado la desaceleración en el crecimiento de la producción del régimen definitivo se estima tocó un mínimo en mayo de 2019.

¹⁰ Los indicadores mensuales ubican el crecimiento medio interanual de la producción de estas empresas en 1,2% en el segundo semestre (hasta noviembre) contra 0,2% en la primera mitad del 2019.

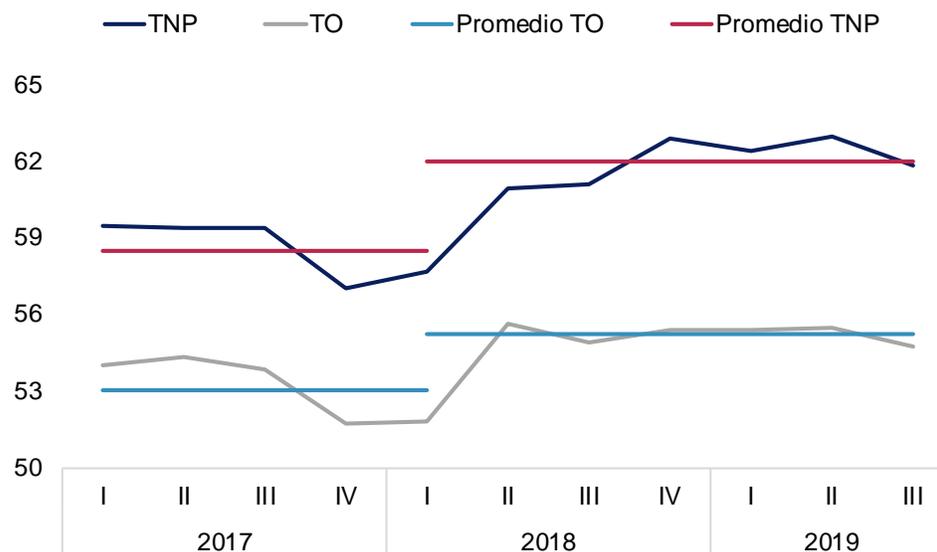
Según la Encuesta Continua de Empleo, en el tercer trimestre de 2019 los distintos indicadores del mercado laboral mostraron un deterioro. En particular, la tasa de desempleo abierto¹¹ alcanzó 11,4% y la tasa de desempleo ampliado¹² 13,2%, en ese orden, 1,2 p.p. y 0,3 p.p. superiores a las registradas un año atrás. También aumentaron el subempleo y la subutilización de la mano de obra (Gráfico 10 y Cuadro A.2 del anexo). De igual forma, la tasa de presión general, que incluye a quienes están empleados pero buscando cambiar de trabajo, mantuvo un comportamiento creciente.

Si bien en el 2019 la cantidad de ocupados creció en 3,4%, el incremento en la tasa neta de participación laboral (las personas que se sumaron a la fuerza laboral) fue superior a la creación de nuevos empleos. Es decir, aunque en el 2019 la economía nacional fue capaz de generar nuevas oportunidades laborales, éstas no fueron suficientes para absorber a todos los que se sumaron a la fuerza de trabajo (entre quienes destacaron las mujeres y los jóvenes). De ahí que se produjera un deterioro en las condiciones del mercado laboral con respecto al año anterior.

Gráfico 10. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes

A. Tasas de participación y ocupación

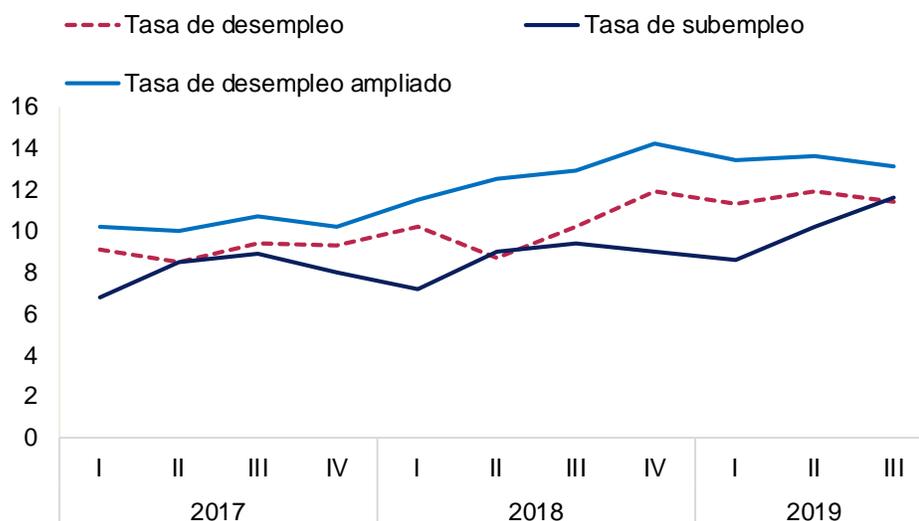


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

¹¹ Desocupados/Fuerza de trabajo.

¹² Al desempleo abierto le adiciona aquella población fuera de la fuerza de trabajo disponible pero desalentada.

B. Tasas de desempleo y subempleo



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

En resumen, si bien en el segundo semestre de 2019 hay señales de recuperación económica, todavía su tasa de variación es inferior al crecimiento potencial estimado para la economía costarricense de 3,5% para el largo plazo¹³. Eso significa que la brecha del producto¹⁴ se mantiene en terreno negativo y se amplía (es decir, persiste la holgura en la capacidad de producción). Además, la tasa de desempleo está por encima de la tasa que no aceleraría la inflación (Recuadro 1). Estas brechas de producto y de empleo son fuerzas desinflacionarias, pues tienden a empujar los precios a la baja.

¹³ El cálculo del crecimiento del PIB potencial se basa en una estimación econométrica de una función de producción para el periodo 2010-2019.

¹⁴ La brecha del producto es la diferencia entre el nivel del producto interno bruto efectivo y el potencial, expresada como porcentaje del producto potencial.

Recuadro 1. Tasa de desempleo que no acelera la inflación (TDNI)

El concepto de tasa de desempleo que no acelera la inflación¹, en adelante TDNI (o NAIRU, por sus siglas en inglés), reconoce que en el corto plazo la tasa de desempleo puede ser un determinante de la inflación. Las presiones de demanda pueden conducir la inflación y el desempleo en direcciones opuestas (Ball y Mankiw, 2002). Cuando la tasa de desempleo efectiva es baja, la escasez del factor trabajo hace que se pujen los salarios al alza, con lo que existirán presiones inflacionarias. Por el contrario, cuando el desempleo es alto, los trabajadores pierden poder de negociación, los salarios tienden a estancarse o a caer en términos reales, y eso ejerce una presión a la baja en la inflación. De lo anterior se colige que deberá existir una tasa de desempleo para la cual la inflación se mantendrá constante²: esa es la TDNI.

La diferencia entre la tasa de desempleo observada y la TDNI se conoce como brecha de desempleo, indicador que complementa a la brecha del producto y que, como ésta, brinda información acerca de las presiones de demanda que se puedan estar generando en la economía. Como tal, constituye un insumo para la toma de decisiones de política monetaria.

Además, la teoría monetaria dominante supone que, en el corto plazo, cuando la actividad económica se desvíe de su nivel potencial y el desempleo se desvíe de la TDNI (brechas de producto y de empleo), la política monetaria puede contribuir a estabilizar el producto y el empleo.

Por supuesto, es reconocido que en el largo plazo esa relación entre desempleo e inflación se rompe, puesto que la inflación en el largo plazo no obedece a factores cíclicos, sino que es un fenómeno monetario, mientras que la tasa de desempleo y el crecimiento económico están dados por factores estructurales. Así, en el largo plazo, la política monetaria no tiene capacidad para impulsar el crecimiento ni reducir el desempleo sin provocar una tasa de inflación progresivamente mayor.

Aunque en la literatura se ofrecen diferentes nociones de TDNI en función del horizonte temporal (Boone et al., 2001), la definición que ha prevalecido para efectos de estimación es la de mediano plazo, que consiste en el nivel al que la tasa de desempleo converge cuando la inflación ha completado su proceso de ajuste ante choques previos.

Dado que la TDNI no es una variable observable, debe ser estimada con base en algún método econométrico. Para el caso costarricense, Álvarez y

Muñoz (2019) estiman la TDNI, a partir de diversas metodologías, y con información para el periodo 1991 a 2017.

El filtro de Kalman³ es uno de los métodos más utilizados en la literatura para aproximar una TDNI. El sistema de ecuaciones estimado es el siguiente:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_t^* + \beta_3 (U_{t-2} - U_t^*) + \varepsilon_t ; \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2) \quad (1)$$

$$U_t^* = U_{t-1}^* + v_t ; v_t \sim N(0, \sigma_v^2) \quad (2)$$

Donde,

π_t es la tasa de inflación interanual en periodo t
 π_t^* es la tasa de inflación de principales socios comerciales en el periodo t

U_t es la tasa de desempleo en el periodo t

U_t^* es la tasa de desempleo que no acelera la inflación para el periodo t

La ecuación (1) es la Curva de Phillips, que establece que la inflación es una función de la brecha de desempleo; y la ecuación (2) muestra el proceso generador de la variable no observable, en este caso la TDNI. Como se puede apreciar en el Gráfico 1.1, la estimación resultante varía suavemente en el tiempo, y se presenta con un intervalo de confianza que corresponde a \pm una desviación estándar.

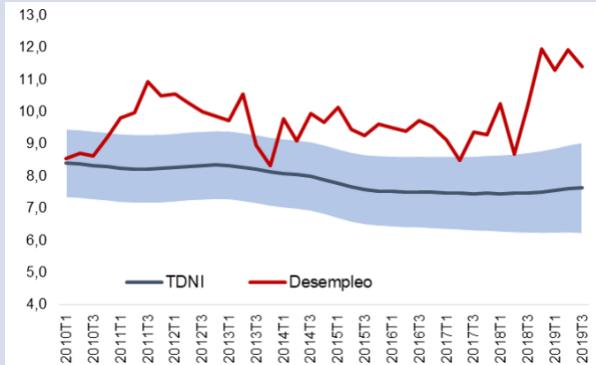
¹ Basado en, Álvarez y Muñoz (2019). Estimaciones de la tasa de desempleo que no acelera la inflación para Costa Rica. Documento de Trabajo N° 05-2019, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

La TDNI fue introducida en la teoría económica por Modigliani y Papademos (1975). En inglés es conocida como NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment).

² La TDNI no se debe confundir con la tasa de desempleo natural, concepto que se relaciona con el equilibrio en el mercado de trabajo, que a su vez depende de los factores microeconómicos que determinan la estructura de ese mercado así como con las decisiones de las empresas y los hogares que afectan la oferta y demanda de trabajo.

³ Algoritmo matemático utilizado para estimar sistemas dinámicos en representación estado-espacio. Una de sus ventajas es que permite obtener estimaciones e inferencias acerca del estado de variables no observables.

Gráfico 1.1. Tasa de desempleo que no acelera la inflación y tasa de desempleo observada
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Entre 2010 y 2019 la TDNI en Costa Rica se ha ubicado en un rango entre 6,8% y 9,0% (de acuerdo con el intervalo de confianza de la estimación econométrica). Como se puede observar en la gráfica, desde el 2010 la tasa de desempleo (según la Encuesta Continua de Empleo, ECE) ha tendido a estar estadísticamente por encima de la TDNI, y a partir de 2014 lo hace en forma persistente. Por lo tanto, se ha presentado una brecha de desempleo positiva, lo que indica la existencia de presiones a la baja en la inflación.

2.2.2 Balanza de pagos

En el 2019 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 2,5% del PIB, menor al resultado del año previo, y acorde con las previsiones de la revisión del Programa Macroeconómico. La evolución de las cuentas externas estuvo determinada por factores internos asociados con el menor crecimiento económico y el deterioro en la confianza de los agentes económicos, lo que conllevó una reducción en la demanda de importaciones, que más que compensó la pérdida de dinamismo de la demanda externa.

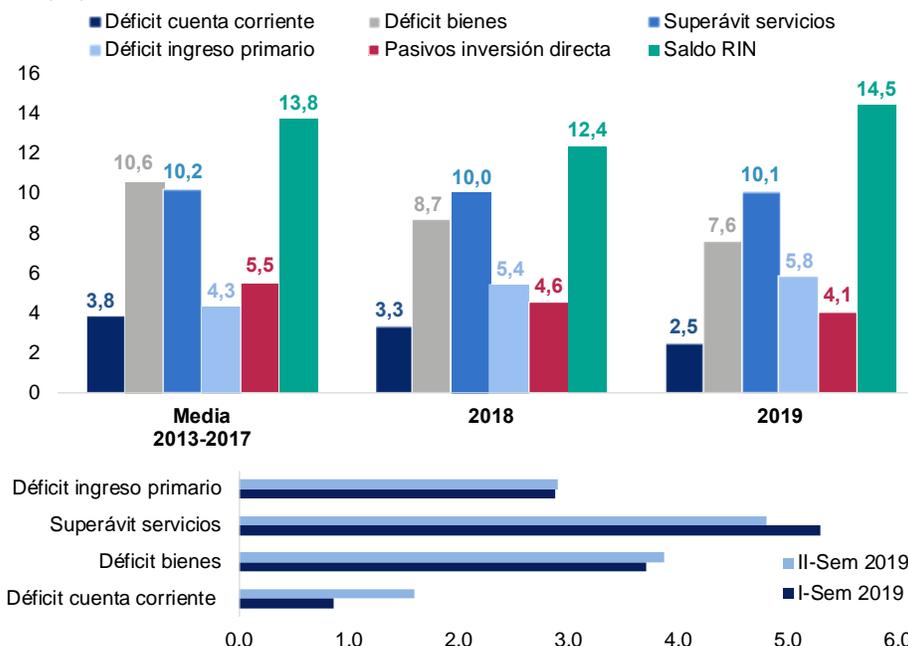
Los flujos de ahorro externo, tanto públicos como privados, fueron más que suficientes para financiar esta brecha y permitieron la acumulación de activos de reserva por el equivalente a 2,3 p.p. del PIB.

Flujo de ahorro externo financió déficit de cuenta corriente y permitió la acumulación de activos de reserva en el 2019.

El resultado de la balanza de pagos durante el 2019 estuvo determinado por el menor crecimiento económico en Costa Rica y el deterioro en la confianza de los agentes. En el campo internacional, influyeron la desaceleración de la economía y el comercio mundiales, como consecuencia de los persistentes conflictos comerciales y geopolíticos que impactaron directamente el comercio, la inversión y la demanda de bienes de capital¹⁵.

Gráfico 11. Componentes de la balanza de pagos

Como proporción del PIB



Datos preliminares para 2019.

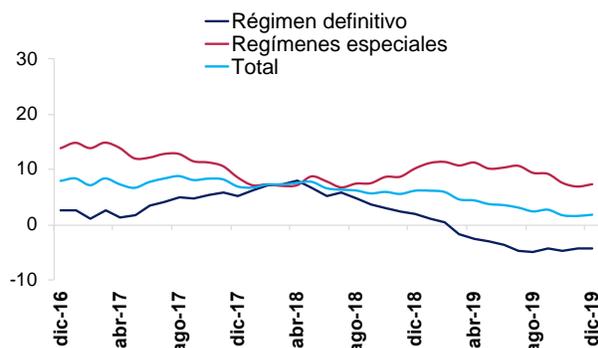
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁵ Perspectivas de la economía mundial, FMI, octubre 2019.

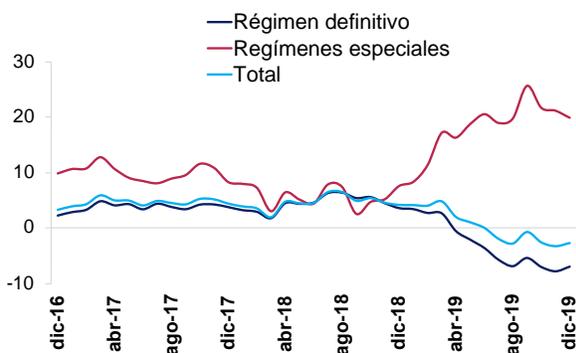
Gráfico 12. Valor nominal de exportaciones e importaciones de bienes según régimen

Variación acumulada de 12 meses móviles en porcentaje

A. Exportaciones¹



B. Importaciones¹



^{1/} Datos preliminares a diciembre 2019.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para el 2019 se estima un déficit de cuenta corriente equivalente a 2,5% del PIB, poco menos de un punto porcentual inferior al registrado en el 2018 y a la media del quinquenio previo (Gráfico 11 y Cuadro A3 del anexo). Los flujos de ahorro externo, tanto públicos como privados, fueron más que suficientes para financiar esta brecha y permitir una acumulación de activos de reserva por el equivalente a 2,3 p.p. del PIB.

En particular, la mejora en el resultado de bienes (de -8,7% en 2018 a -7,6% del PIB) fue producto de la caída en las importaciones (2,6%) y el aumento en las ventas externas (1,2%)¹⁶. Esta menor brecha fue determinante en la mejora de la cuenta corriente.

La caída en las importaciones se debe a la pérdida de dinamismo de la actividad económica local. En especial, se redujeron las importaciones del régimen definitivo (sin hidrocarburos)¹⁷, contracción que conforme avanzó el año tendió a ser menor, de manera consecuente con el repunte económico en el segundo semestre (Gráfico 12). La factura de hidrocarburos, por su parte, cayó 1,8% en el año, producto del menor precio por barril (-8,7%), cuyo efecto fue parcialmente compensado por el aumento en la cantidad de barriles importada (7,5%). Por su parte, las importaciones de los regímenes especiales aumentaron 19,9%¹⁸, lo que es coherente con la vigorosa evolución de la producción de estas empresas, particularmente en el segundo cuatrimestre del año.

¹⁶ En esta sección las tasas de variación se refieren al valor nominal (que es función del volumen y el precio), expresado en dólares de los EUA, mientras que en la sección 3.2.1, sobre producción nacional, las variaciones en exportaciones e importaciones se refieren al volumen.

¹⁷ Las importaciones del régimen definitivo representan un 79,5% de las importaciones totales (69,8% del total, al excluir los hidrocarburos).

¹⁸ Este crecimiento superó lo observado en los tres años previos (9,2%, en promedio).

El crecimiento en las exportaciones de bienes fue impulsado por los regímenes especiales, cuyo valor subió 7,3% y compensó la caída de 4,4% en las ventas del régimen definitivo. La evolución de las ventas externas del régimen definitivo respondió a la menor demanda externa (desaceleración en el crecimiento de los socios comerciales), pero fue compensada parcialmente por mejores condiciones climáticas y de precios de productos como la piña y el café¹⁹.

Durante la segunda parte del 2019, sin embargo, se observó una menor caída de las exportaciones y de las compras externas de bienes del régimen definitivo, evolución acorde con los signos de mejora observados en la actividad económica local conforme avanzó el año.

Como ha sido característico desde el 2015, el superávit de la cuenta de servicios más que financió el déficit de la cuenta de bienes (1,3 veces en 2019). Este comportamiento refleja el cambio en la estructura productiva y exportadora del país, en un marco de inserción creciente en los mercados internacionales y de aprovechamiento de las cadenas globales de valor. En neto, el superávit de servicios fue equivalente a 10,1% del PIB²⁰, razón relativamente estable a lo largo de los últimos quince años.

El déficit en la cuenta del ingreso primario ha ido en incremento (5,8% del PIB en el 2019), congruente con el uso creciente de ahorro externo, en la forma de inversión directa y de endeudamiento, tanto público como privado. Esta brecha fue superior al resultado positivo de la cuenta de bienes y servicios y del ingreso secundario y, por lo tanto constituye el principal determinante del déficit de cuenta corriente.

En el 2019 los flujos financieros netos hacia la economía costarricense aumentaron 0,8 p.p. en términos del PIB, y fueron destinados en buena medida al sector privado no financiero, pues aquellos canalizados al sector público fueron similares a los del año previo²¹, en tanto que los entes financieros privados redujeron el endeudamiento neto con el resto del mundo. El ingreso neto de recursos para el sector privado no financiero estuvo concentrado en el segundo semestre del año.

¹⁹ La sección 2.2.1 analiza las causas del disímil desempeño económico de los regímenes especiales y el definitivo.

²⁰ La exportación de servicios creció 5,1% y destacó el buen desempeño de los viajes y de los servicios de apoyo empresarial y actividades relacionadas con telecomunicaciones, informática y procesamiento de información.

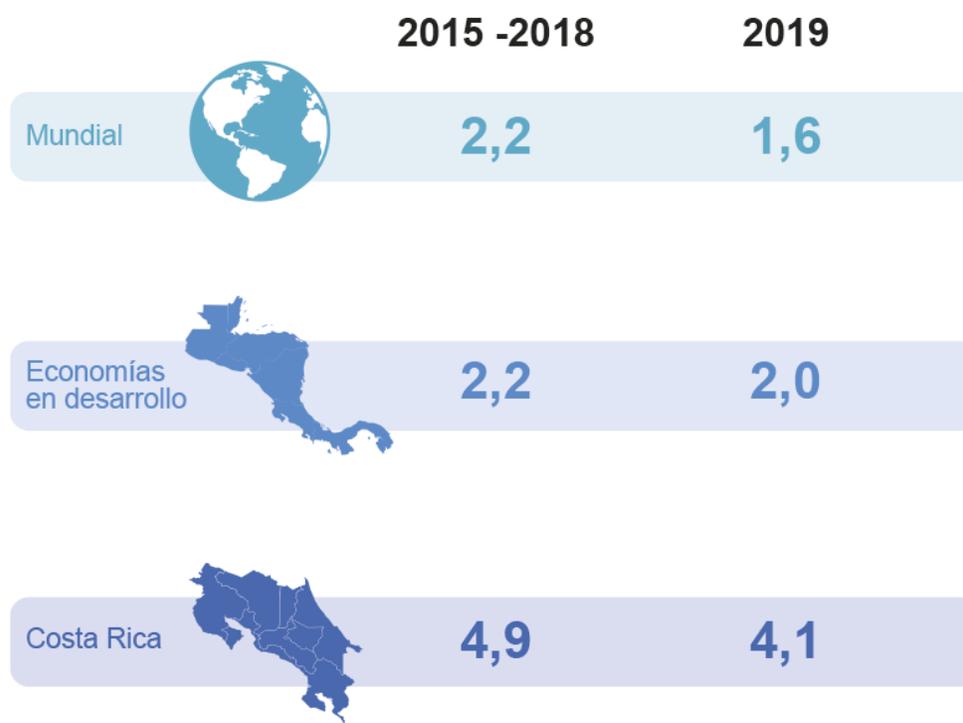
²¹ De los flujos hacia el sector público destacaron los recibidos por el Gobierno Central en el último trimestre del año, por la colocación de títulos en plazas internacionales (USD 1.500 millones) y el crédito de apoyo presupuestario del Banco Interamericano de Desarrollo BID (USD 350 millones). Estos movimientos fueron parcialmente compensados por las amortizaciones realizadas por el BCCR al préstamo del Fondo Latinoamericano de Reservas (por un monto acumulado de USD 375 millones en el 2019) y por el aumento de los activos externos netos de la banca pública (USD 960 millones).

En efecto, los flujos del sector privado no financiero registraron un ingreso neto de 4,3% con respecto al PIB, superior al 2,1% observado en 2018. La inversión directa explicó el 95% de este financiamiento, flujo canalizado principalmente al régimen de zonas francas, y excedió en 1,7 veces el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En este contexto, el flujo de inversión directa en términos del PIB se ubicó en 4,1%, razón inferior a la observada en el quinquenio previo. Este comportamiento es congruente con la desaceleración económica mundial y la reducción de estos flujos tanto a nivel mundial como hacia economías “en desarrollo” (Infografía 1).

Infografía 1. Flujos de inversión directa

Proporción del PIB



Fuente: UNCTAD, FMI y BCCR.

Otro componente de los flujos al sector privado no financiero es el de la repatriación de capitales. Con estadísticas preliminares, se infiere que la repatriación de capital explicó, en buena medida, el mayor superávit observado en el mercado de cambios en ese lapso²².

Así, al término del 2019, el balance de transacciones reales y financieras llevó a un aumento de los activos de reserva de *USD* 1.393 millones, por lo que su saldo al término del 2019 alcanzó *USD* 8.937,1 millones. Ese acervo representó 14,5% del PIB y permitiría atender 7,8 meses de importaciones de mercancías generales del régimen definitivo, 2,9 veces el saldo de la deuda externa de corto plazo, 1,9 veces la base monetaria y el 23% de la liquidez del sistema financiero. Esta posición de reservas ofrece un adecuado blindaje de la economía ante choques externos.

2.2.3 Finanzas públicas

El comportamiento de los ingresos y gastos del Gobierno Central durante el 2019 reflejó el impacto de las medidas contempladas en la Ley 9635. En particular, la recaudación tributaria mejoró y el gasto primario corriente se contuvo (como porcentaje del PIB). No obstante, el aumento en gastos de capital y la atención de compromisos con Japdeva y Juntas de Educación empujaron al alza el déficit primario con respecto al 2018 y a lo previsto en julio del 2019. Este resultado, aunado a la mayor carga de intereses, ya prevista, ubicó el déficit financiero en 7,0% del PIB (5,8% en 2018).

Pese a lo anterior, el mayor acceso a financiamiento externo y la estrategia de colocación de deuda interna redujeron las presiones sobre el nivel de tasas de interés. El costo marginal y medio de la deuda interna bonificada del Gobierno Central bajó más de 300 p.b.

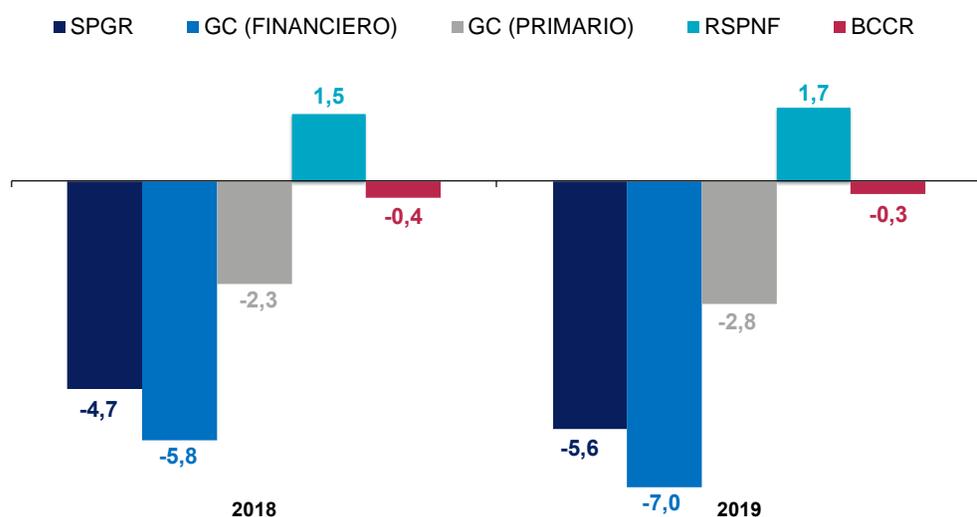
Datos preliminares sobre los ingresos y gastos del sector público global reducido²³ (SPGR), acumulados a diciembre de 2019, mostraron un déficit financiero de 5,6% del PIB, superior en 0,9 p.p. al del año anterior. Este desbalance estuvo influenciado, especialmente, por el mayor déficit del Gobierno Central (Gráfico 13).

²² Según datos preliminares del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), a setiembre de 2019 hubo una disminución en el acervo de moneda y depósitos del sector privado no financiero en el exterior de cerca de *USD* 240 millones.

²³ Incluye al Gobierno Central, BCCR y una muestra de seis instituciones del sector público, a saber, CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPS e ICAA.

La aplicación de la Ley 9635 mejoró la recaudación y contuvo el gasto corriente. No obstante, la mayor carga de intereses y los compromisos con Japdeva y Juntas de Educación ubicaron el déficit financiero en 7,0% del PIB (5,8% en 2018).

Gráfico 13. Resultado financiero sector público global reducido
Porcentajes del PIB



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

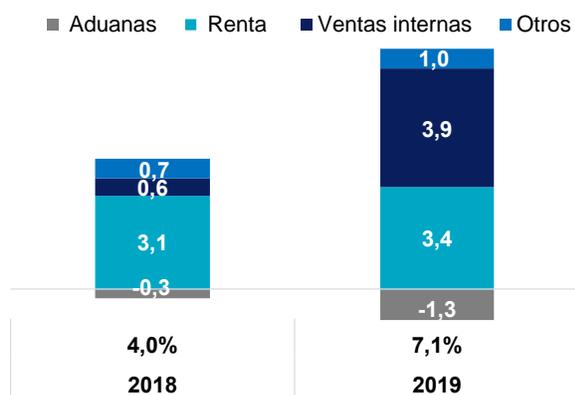
Las finanzas del Gobierno Central durante el 2019 empezaron a reflejar el efecto de las medidas de ajuste fiscal contempladas en la Ley 9635, en especial la mejora en la recaudación tributaria. No obstante, la atención en diciembre de compromisos presupuestarios con Japdeva y Juntas de Educación y el incremento de transferencias de capital al Conavi ubicaron el déficit primario del Gobierno Central (diferencia entre ingresos y gastos excluido el pago de intereses) en 2,8% del PIB (2,3% en 2018). Estos gastos explican la desviación en relación con el déficit primario para el 2019 proyectado en julio (Revisión del Programa Macroeconómico 2019-2020), de 2,1% del PIB. Lo anterior, aunado al mayor gasto por intereses, llevó el déficit financiero a 7,0% del PIB, 1,2 p.p. por encima de lo observado el año previo.

Los ingresos estuvieron determinados por la aceleración en la recaudación del impuesto sobre la renta y ventas internas, mientras los ingresos por aduanas mostraron una mayor caída²⁴ (Gráfico 14).

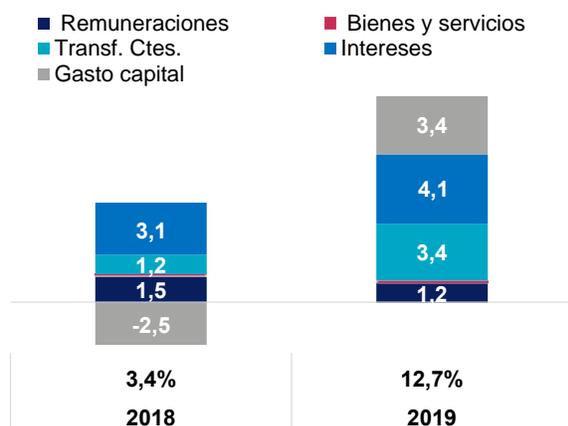
²⁴ Particularmente, la recaudación en aduanas por el impuesto de ventas (IVA a partir de julio de 2019) cayó 4,5% y el del selectivo de consumo -7,2%.

Gráfico 14. Gobierno Central: aportes (p.p.) a las tasas de variación interanual

A. Ingresos tributarios



B. Gastos totales



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

La recuperación de los ingresos totales puso de manifiesto el efecto de la amnistía tributaria, la aplicación del IVA, la transferencia del 25% de las utilidades del Instituto Nacional de Seguros (según el artículo 52 de la Ley 8653) y la recuperación de los recursos que el Ministerio de Hacienda facilitó en el proceso de absorción del Banco Crédito Agrícola de Cartago por parte del Banco de Costa Rica. En términos del PIB, los ingresos totales representaron 14,8% (14,2% un año atrás), y en particular los ingresos tributarios alcanzaron el equivalente a 13,5% del PIB, desde 13,1% en el 2018 (Gráfico 15). La mayor parte de ese aumento provino de la amnistía tributaria, que contribuyó 0,38% del PIB en el 2019²⁵.

Los gastos totales, por su parte, crecieron 12,7% en el año, y en términos del PIB alcanzaron 21,7% (20% un año atrás). Dos elementos fueron determinantes en este comportamiento: por un lado, el aumento de las transferencias corrientes²⁶ (particularmente para gasto social) y de capital²⁷ y, por otro, el mayor gasto por intereses como consecuencia de la dinámica de la deuda. En contraste, destacó el menor crecimiento de las remuneraciones, asociado al efecto de las medidas administrativas adoptadas por el Ministerio de Hacienda a mediados de 2018 y de las disposiciones sobre remuneraciones de la Ley 9635.

²⁵ La amnistía tributaria comprendió el período del 4 de diciembre de 2018 al 4 de marzo de 2019. Si bien en los siguientes tres meses aplicó de manera parcial a los que manifestaran interés en acogerse a esta amnistía, la mayor parte de estos ingresos se concentró en el primer trimestre de 2019.

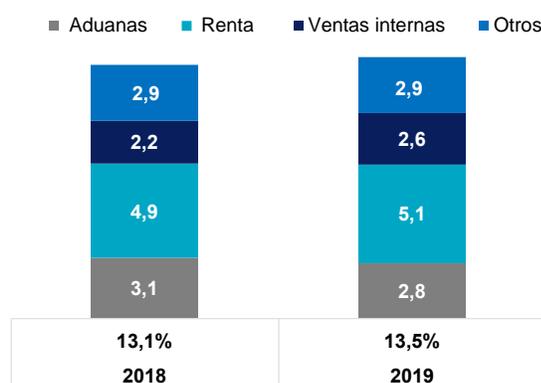
²⁶ El flujo de recursos trasladados por el Gobierno se incrementó con respecto al 2018 en 0,4 p.p. del PIB. En este aumento destacaron los giros al Fondo Especial para la Educación Superior Pública (FEES), al régimen no

contributivo de la CCSS, la seguridad social y pensiones, y al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares.

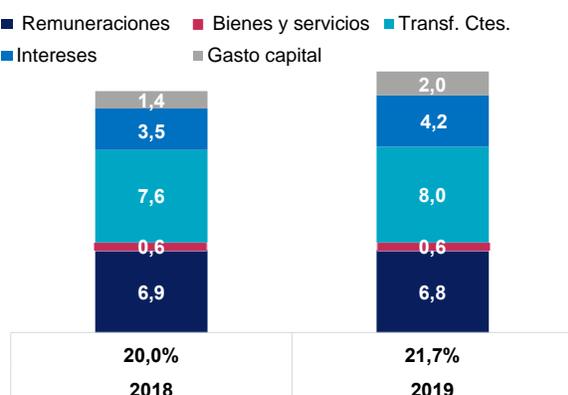
²⁷ En este rubro se incluyen fondos destinados al Consejo Nacional de Vialidad, Juntas de Educación y Gobiernos locales, y son recursos destinados al desarrollo de infraestructura (inversión pública, compra de terrenos, edificios y transferencias a instituciones para obras públicas).

Gráfico 15. Gobierno Central: ingresos y gastos como porcentaje del PIB

A. Ingresos tributarios



B. Gastos totales



Tanto las finanzas del Banco Central como de la muestra de entidades públicas registraron una mejora en el 2019. En el caso del Banco Central, su déficit alcanzó 0,3% del PIB (0,4% el año previo). En ese comportamiento incidió el aumento en los ingresos por activos externos (efecto combinado de mayor tasa y saldo de activos) y la reducción de las tasas de interés en el mercado local. Por su parte, según información preliminar, la muestra de entidades públicas generó un superávit equivalente a 1,7% del PIB (1,3% el año previo).

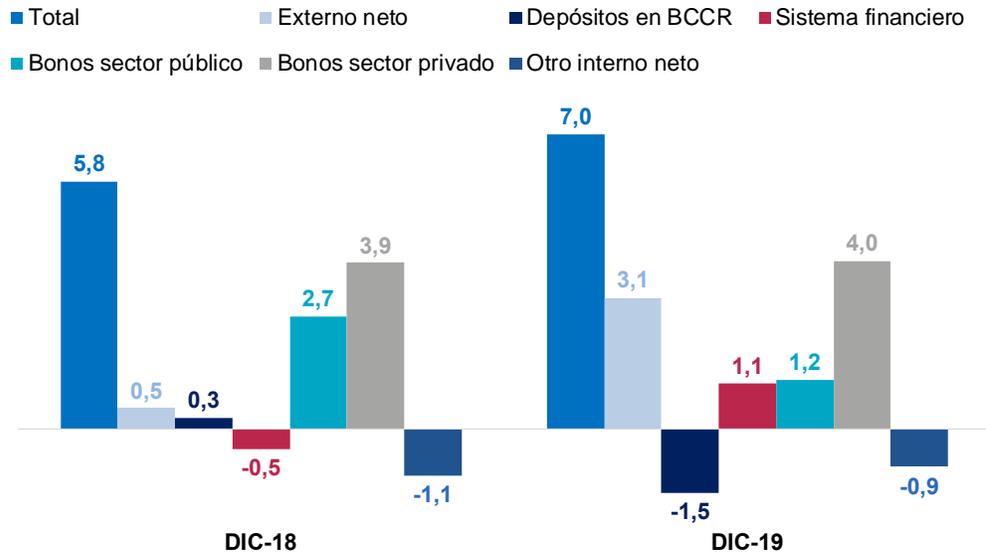
Consecuente con el creciente déficit fiscal, el saldo de la deuda del sector público global y del Gobierno Central alcanzó en diciembre de 2019 un 73,9% y 58,5% del PIB, respectivamente (comparado con 69,1% y 53,2% en 2018).

Pese a lo anterior es importante destacar que, con la aprobación de la Ley 9635, mejoró la confianza de los ahorrantes sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones. Además, en el segundo semestre del año, el Gobierno contó con acceso al financiamiento externo por USD 1.850 millones (crédito del BID y la colocación de títulos de deuda externa) (Gráfico 16).

La mayor confianza de los inversionistas se manifestó, especialmente a partir del segundo trimestre del 2019, en menores tasas de interés, entre 300 y 400 p.b. para todos los plazos, tanto en moneda nacional como extranjera (Gráfico 17). A la reducción de tasas de interés domésticas también contribuyó el acceso al financiamiento externo, que redujo la presión sobre el mercado interno.

Gráfico 16. Financiamiento neto requerido por el Gobierno Central

Porcentajes del PIB

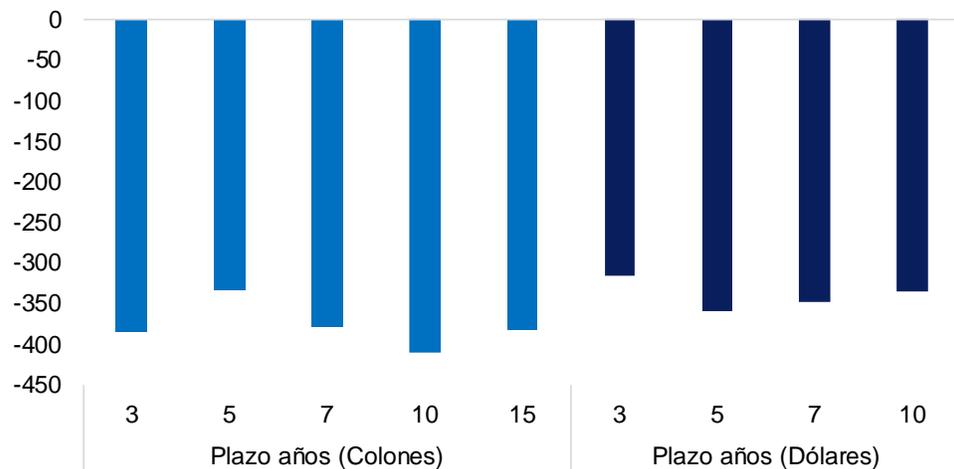


Fuente: Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

Gráfico 17. Gobierno Central: ajuste (p.b.) del costo marginal de la deuda interna y tasas de interés promedio ponderado

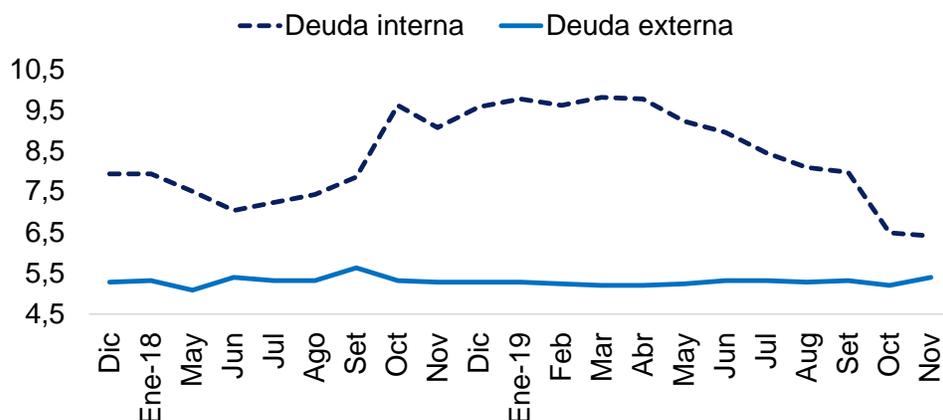
A. Ajuste en tasas de interés¹

En puntos porcentuales



B. Costo medio ponderado

En porcentajes



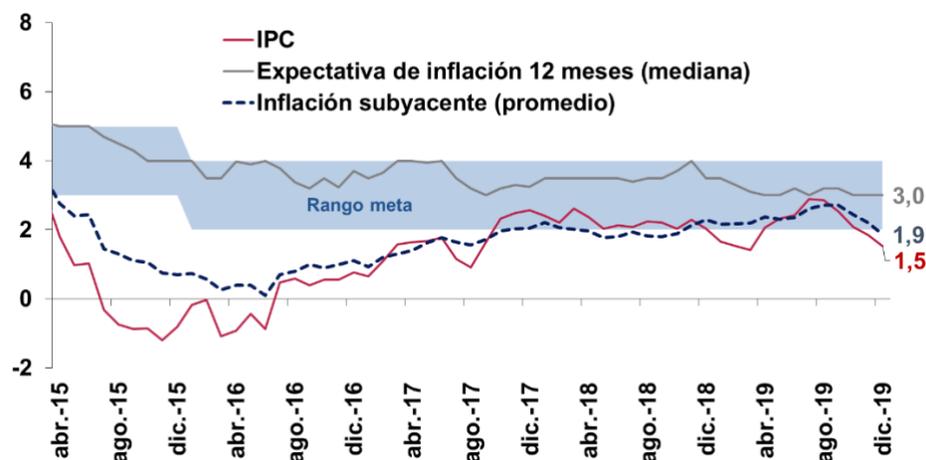
1/ Ajuste en tasas de interés de la deuda interna bonificada a partir de abril de 2019.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

2.2.4. Inflación

En el 2019 persistieron fuerzas desinflacionarias que presionaron a la inflación, general y subyacente, hacia la baja en la mayor parte del año. Además, como consecuencia en particular de choques de oferta externos e internos, la inflación se ubicó en algunos meses por debajo del rango meta el Banco Central.

La persistencia de fuerzas desinflacionarias y choques de oferta presionaron a la baja la inflación (general y subyacente) en el 2019.

La inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), en la mayor parte del 2019 estuvo dentro del rango meta (2,0% a 4%) establecido por la Junta Directiva del Banco Central, aunque por debajo de su valor central (Gráfico 18). Sin embargo, choques de oferta externos (precios de materias primas) e internos contribuyeron a que en el primer trimestre y en los dos últimos meses de 2019 la inflación se ubicara por debajo de ese rango, y alcanzara 1,5% en diciembre.

Gráfico 18. Inflación: general, subyacente y expectativas*Variación interanual, en porcentajes*

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

Más allá de los choques de oferta, el comportamiento de la inflación ha estado también influido por presiones a la baja provenientes de algunos de los principales determinantes macroeconómicos de la inflación (agregados monetarios y crediticios, brecha del producto). En particular, los agregados monetarios y el crédito al sector privado mantuvieron tasas interanuales de variación menores a las observadas un año antes e incluso, en algunos casos, por debajo del crecimiento nominal del producto. Además, la brecha del producto se mantuvo negativa (nivel de producción por debajo del potencial estimado para la economía costarricense) y se expandió, y la tasa de desempleo fue superior a aquella de largo plazo en que se estabilizaría la inflación. Estos factores añaden presiones desinflacionarias. Por su parte, las expectativas de inflación (otro determinante de la inflación) tendieron a la baja. Así, la mediana de las expectativas a 12 meses se ubicó en 3,0% en los últimos meses (3,5% en diciembre de 2018).

La corrección a la baja de las expectativas de inflación (ancladas al punto medio del rango meta) sugiere un voto de confianza al compromiso firme del Banco Central de mantener una inflación baja y estable. En este anclaje influyó el restablecimiento de la confianza y la calma en los mercados financieros y cambiarios internos luego de la aprobación de la Ley 9635 en diciembre de 2018, pero también la comunicación del objetivo primario de la política monetaria por parte del Banco Central. El recuadro 2 presenta una metodología de extracción de expectativas de inflación a partir de la negociación de títulos de deuda pública, que reafirma su anclaje.

La entrada en vigencia del IVA a partir de julio llevó, según lo previsto, a una aceleración de la inflación general y subyacente. En el Programa Macroeconómico 2019-2020 de enero del 2019, el Banco Central estimó el impacto de la introducción del IVA sobre la inflación general en alrededor de 0,7 p.p. en su primer año de vigencia²⁸. Sin embargo, contrario a lo esperado, ese impacto se concentró en julio y agosto; 0,8 p.p. de la inflación interanual de agosto (2,9%) se explicó por el IVA. Contrario a lo esperado, en los meses siguientes la inflación volvió a la baja.

Al igual que la inflación general, la subyacente²⁹ se mantuvo por debajo del punto medio del rango meta, y si bien aumentó en julio y agosto por el IVA, tendió a desacelerarse en el último trimestre hasta situarse en 1,9% en diciembre (fuera del rango meta). La evolución de la inflación general y subyacente confirma la presencia de fuerzas desinflacionarias.

Cabe indicar que la brecha entre la inflación subyacente y general observada en el último cuatrimestre del año está asociada con la caída en los precios de los combustibles para vehículo y la desaceleración en los de bienes de origen agrícola, ambos incluidos en la canasta del IPC y que se excluyen en algunos de los indicadores de inflación subyacente.

²⁸ Para mayor detalle ver, el documento del Programa Macroeconómico 2019-2020, Recuadro 2. "Efecto de la introducción del Impuesto al Valor Agregado sobre el Índice de precios al consumidor".

²⁹ Este indicador busca identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo y refleja las presiones de demanda agregada sobre los precios, sobre las cuales la política monetaria puede actuar. En su construcción, se atenúa o aísla la influencia de factores estacionales y climáticos. Se aproxima por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF).

Recuadro 2. Anclaje de las expectativas de inflación de mercado

La efectividad de un sistema de metas de inflación depende, en gran medida, de la credibilidad que la autoridad monetaria tenga ante los agentes económicos. Un banco central que goce de credibilidad tiene más espacio para ejecutar una política monetaria, con mayor efectividad. En particular, la mayor credibilidad le permite adoptar medidas contracíclicas que contribuyan a estabilizar la producción a lo largo del ciclo económico sin que se impacte negativamente el cumplimiento del objetivo central de estabilidad de precios.

Un indicador esencial para evaluar la credibilidad de un banco central es el de las expectativas de inflación. Éstas, a su vez, se pueden medir de varias formas. En Costa Rica se dispone de una encuesta mensual de expectativas de inflación en la que se consulta a empresarios, analistas bursátiles, académicos y consultores la variación de los precios que esperan para los próximos 12 meses. Esas expectativas de inflación a horizontes de corto plazo tienden a ser susceptibles a situaciones coyunturales de la economía nacional y mundial, así como a movimientos transitorios en los precios de bienes que tienen una alta ponderación dentro de la canasta del Índice de Precios al Consumidor.

Como una medida alternativa, Segura-Rodríguez (2019)¹ extrae expectativas de inflación para varios horizontes a partir de la información sobre los rendimientos nominales de bonos de deuda del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica negociados en los mercados primario y secundario. Para ello, adopta la metodología introducida por Gimeno y Marqués (2012)². Esta metodología permite estimar expectativas a plazos desde los 12 a los 60 meses³.

Esta nueva medida de expectativas de inflación es oportuna, ya que puede ser actualizada durante los primeros días luego de concluido el mes. Además, es confiable, pues se infiere de las decisiones de los agentes económicos, que podrían experimentar pérdidas si cometen errores en sus estimaciones de inflación futura incorporadas en la negociación de los títulos. Existen, por tanto, incentivos para que esas expectativas sean precisas.

Gráfico 2.1. Expectativas de inflación a 12 meses 2009-2019

Variación porcentual interanual



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Gráfico 2.1 presenta la expectativa de inflación a 12 meses del mercado junto con el valor promedio de la expectativa de la encuesta. Las expectativas de mercado se ubicaron durante la mayor parte del período por debajo de las expectativas de inflación de la encuesta y han tendido a coincidir durante los últimos años. Esta nueva medición de expectativas de corto plazo provee información que es útil para la toma de decisiones de política monetaria.

Sin embargo, para analizar si las expectativas se encuentran “ancladas” es necesario contar con mediciones de largo plazo. Se dice que las expectativas se encuentran ancladas cuando las expectativas de largo plazo tienden a mantenerse constantes alrededor de un valor que se conoce como ancla, es decir, cuando no están sujetas a los movimientos recientes de inflación ni a factores coyunturales que sí se manifiestan en las expectativas de corto plazo.

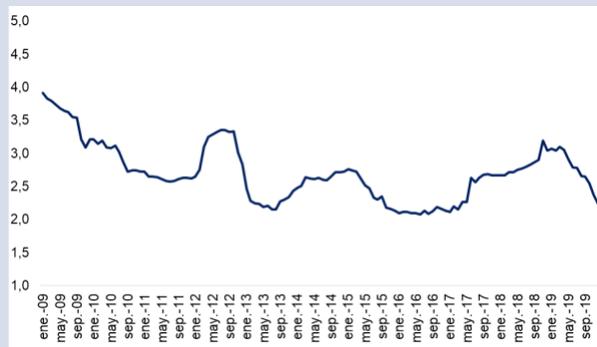
¹ Segura-Rodríguez, C. (2019). Expectativas de inflación en el mercado de deuda soberana costarricense: ¿están ancladas? Documento de Trabajo N° 07-2019, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

² Gimeno, R. y Marqués, J. (2012). A market based approach to inflation expectations, risk premia and real interest rates. *The Spanish Review of Financial Economics*, 10(1), 18–29.

³ Los resultados para las expectativas de mercado a 12, 24, 36 y 60 meses se publicarán oportunamente en el sitio de Indicadores Económicos.

Gráfico 2.2. Expectativas de inflación de mercado a 60 meses 2009-2019

Variación porcentual interanual



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

De acuerdo con las estimaciones presentadas en el Gráfico 2.2, las expectativas de inflación anual a 60 meses (largo plazo) se redujeron gradualmente desde un 4% hasta un 2% de 2009 a 2013 y desde entonces han oscilado entre un 2% y un 3%. Estos valores son coherentes con el anuncio realizado desde el 2013 en los Programas Macroeconómicos de que el objetivo de largo plazo del BCCR es que la inflación costarricense se encuentre cercana a la inflación de largo plazo de sus socios comerciales (estimada en ese entonces en 3%).

Para evaluar si las expectativas se encuentran ancladas, se utiliza el procedimiento propuesto por Demertzis, Marcellino y Viegli (2008)⁴. Se parte de estimar un modelo de vectores autorregresivos (VAR) para las expectativas de largo plazo y la inflación con la siguiente especificación:

$$\begin{aligned}\Delta\pi_t^e &= b_0 + b_1\Delta\pi_{t-1} + b_2\Delta\pi_{t-1}^e + \varepsilon_{1t} \\ \Delta\pi_t &= c_0 + c_1\Delta\pi_{t-1} + c_2\Delta\pi_{t-1}^e + \varepsilon_{2t}.\end{aligned}$$

El modelo permite desagregar la definición de anclaje en una serie de hipótesis estadísticas independientes; si alguna de estas se rechaza, existe evidencia de que las expectativas no se encuentran ancladas. Estas hipótesis son:

H1: la expectativa de inflación no es afectada por los rezagos de la inflación: $b_1 = 0$;

H2: la expectativa de inflación es en promedio igual a una constante: $b_1 = 0$ y $b_2 = 0$;

H3: la inflación observada no es afectada por los rezagos de la expectativa de inflación: $c_2 = 0$; y

H4: no hay transmisión contemporánea entre los componentes idiosincráticos de la inflación y los de la expectativa de inflación: $\sigma_{12} = 0$ ⁵.

Cuadro 2.1. Hipótesis de anclaje expectativas de inflación 2009-2019

Muestra		H1	H2	H3	H4
2009-2019	Estadístico	0,13	13,71***	0,50	1,71*
	Valor P	0,72	0,00	0,48	0,09
2016-2019	Estadístico	1,07	1,42	0,24	1,01
	Valor P	0,30	0,49	0,63	0,31

Nivel de significancia estadística de 1% se indica con ***, de 5% con ** y de 10% con *.

Fuente: Segura-Rodríguez (2019).

Los resultados del Cuadro 2.1 permiten concluir que a partir de 2016 las expectativas de inflación de largo plazo se encuentran ancladas.

Los resultados apuntan a que el valor del ancla para las expectativas es cercano a 2,5%. Si bien este valor es inferior al punto medio del actual rango meta del BCCR, es similar a la inflación que los principales socios comerciales han exhibido durante los años recientes⁶.

⁴ Demertzis, M., Marcellino, M., y Viegli, N. (2008). A measure for credibility: tracking US monetary developments. DNB working paper N° 187/2008. (https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20187-2008_tcm47-204147.pdf)

⁵ Las hipótesis H1-H3 son evaluadas utilizando una prueba de Wald con estadístico chi cuadrado, mientras que para la hipótesis H4 se utiliza la transformada de Fischer con estadístico t de Student.

⁶ La estimación del valor al que se han anclado las expectativas utiliza el mismo modelo VAR que se mencionó anteriormente (Segura-Rodríguez, 2019).

2.2.5. Política monetaria y tasas de interés

Banco Central con política monetaria contracíclica en el 2019.

La evolución de las proyecciones de inflación y sus determinantes macroeconómicos dio espacio para que en el 2019 el Banco Central iniciara un ciclo de política monetaria contracíclica, manifiesto en una reducción acumulada de la TPM de 250 p.b. y una disminución del requerimiento de encaje mínimo legal y de la reserva de liquidez en moneda nacional, de 15% a 12%. Esas medidas se han reflejado, aunque en forma limitada hasta ahora, en menores tasas en el sistema financiero.

Las condiciones macroeconómicas, tanto internas como externas, generaron el espacio para que en el 2019 el Banco Central iniciara un ciclo de política monetaria contracíclica. Esto es, una política monetaria orientada a estimular las condiciones crediticias y la reactivación económica (con fundamento en lo establecido en el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central), sin poner en riesgo (y, más bien, en procura de apuntalar) su objetivo primario de mantener una inflación baja y estable.

En cuanto a las condiciones internas, como se indicó en la sección previa, la persistencia de fuerzas desinflacionarias (alta tasa de desempleo, brecha del producto negativa, bajas tasas de crecimiento del crédito al sector privado y el anclaje de las expectativas inflacionarias al punto medio del rango meta), conjuntamente con la ocurrencia de choques de oferta externos e internos, ubicaron la inflación durante la mayor parte del año en la parte inferior del rango meta, e incluso propiciaron que en algunos meses estuviera por debajo de ese rango.

Por su parte, el contexto externo se caracterizó por un menor ritmo de crecimiento de la economía mundial, inflación baja y un relajamiento de las condiciones monetarias en algunas economías avanzadas y emergentes.

Además, con base en la proyección de los determinantes de la inflación, los pronósticos del Banco Central la ubicaron dentro del rango meta para el horizonte de análisis (24 meses adelante).

En este contexto, a partir de fines de marzo del 2019 el Banco Central redujo la TPM en siete ocasiones, para un acumulado de 250 p.b. Al finalizar el año, la TPM se ubicó en 2,75%. Además, a partir de junio, redujo el requisito de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez para operaciones en moneda nacional, de 15% a 12%. Esta última medida buscó, en primer lugar, aumentar la disponibilidad de recursos prestables y reducir el costo de la captación en colones para estimular el crédito al sector privado y, en segundo lugar, promover la desdolarización financiera³⁰.

El primer objetivo de la medida no se ha materializado hasta ahora: el saldo promedio de los depósitos en instrumentos del Banco Central en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) pasó de ¢77.131 millones en los primeros cinco meses del 2019 a ¢332.031 millones en los siete meses restantes. Ello sugiere que los fondos liberados por la reducción en la tasa de encaje (alrededor de ¢300 mil millones) no han sido canalizados al crédito por los intermediarios financieros sino que se mantienen, mayoritariamente, en el Banco Central.

Las medidas de relajamiento de la política monetaria, aunadas a la menor presión ejercida por el Gobierno en el mercado financiero local, contribuyeron a que las tasas de interés del sistema financiero nacional, tanto las activas como las pasivas, disminuyeran, especialmente en el segundo semestre. Sin embargo, este ajuste ha sido lento y limitado, en parte por el rezago con que actúa típicamente la política monetaria.

Si se toma como referencia el valor medio de las tasas de interés al término de diciembre del 2019 con respecto a igual fecha del 2018, las tasas activas disminuyeron 150 p.b. y las pasivas 78 p.b. La reducción en la Tasa Básica Pasiva (TBP) fue de 25 p.b. en el 2019³¹ (Gráfico 19).

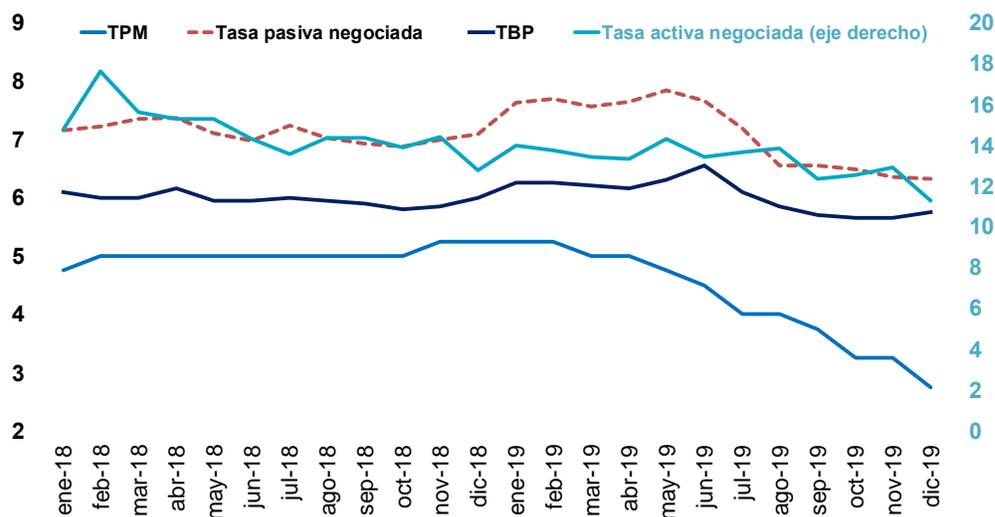
De igual modo, las tasas de interés en moneda extranjera disminuyeron en el 2019, aunque en menor grado que las tasas en moneda nacional, influidas por la baja en las tasas de interés en el mercado internacional y por la menor presión que ejerció el Gobierno en el mercado doméstico en dólares.

³⁰ Para mayor detalle sobre este tema, ver “Recuadro 6. ¿Por qué el BCCR considera conveniente reducir la dolarización financiera en Costa Rica?” del Informe de Inflación, diciembre 2019.

³¹ Este indicador aumentó temporalmente en el mes de junio del 2019, debido al impacto que tuvo el aumento del impuesto sobre la renta de los títulos valores (de 8% a 15%, según la Ley 9635) sobre el plazo de las captaciones de los intermediarios financieros.

Gráfico 19. Tasas de interés del sistema financiero

En porcentajes



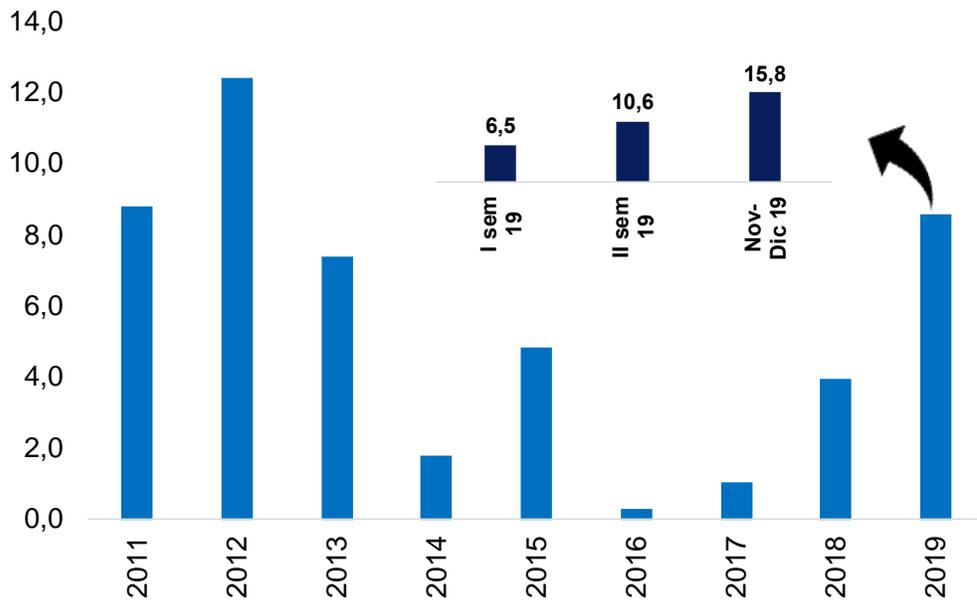
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2.6. Mercado cambiario

La mayor disponibilidad de moneda extranjera en el 2019 se reflejó en una reducción en el tipo de cambio de 6,0%, que implicó regresar aproximadamente a los niveles observados antes de las tensiones cambiarias de la segunda mitad del 2018. Este comportamiento respondió tanto a factores internos como a condiciones del entorno internacional, particularmente la baja en las tasas internacionales de interés.

En el 2019 los movimientos en el mercado cambiario respondieron a factores estacionales y coyunturales, pero sin eventos de tensión. Su evolución puso de manifiesto la mejora en la confianza de los agentes económicos en los mercados financieros, una vez que se aprobó la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, pues ello contribuyó a estabilizar las expectativas de variación cambiaria. Además, influyó la menor demanda de divisas para el pago de importaciones, propiciada por la desaceleración de la actividad económica.

El superávit de las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público alcanzó USD 2.158,1 millones en el 2019 (concentrado en la segunda parte del año y, particularmente en el último bimestre), cifra que supera con creces no solo el resultado de 2018 sino también el promedio del lapso 2015-2018 (Gráfico 20).

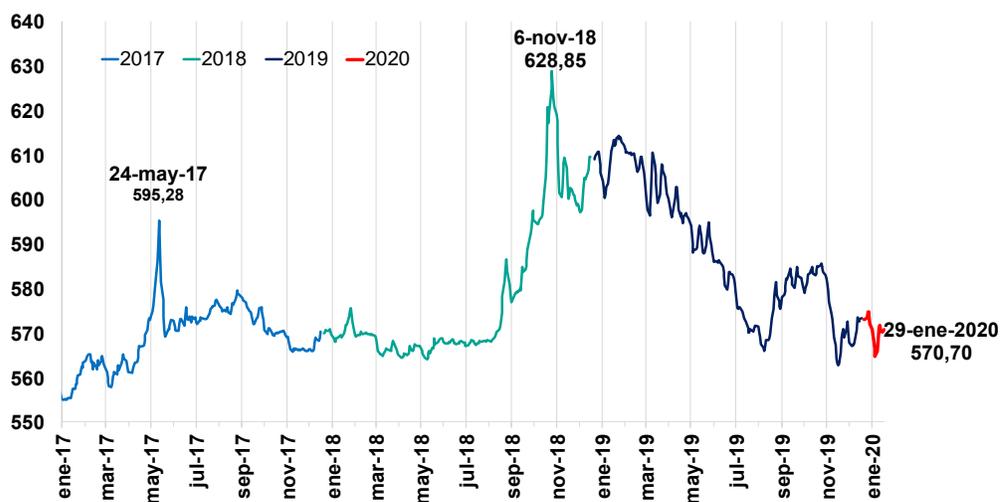
Gráfico 20. Operaciones de intermediarios cambiarios con el público*Promedio diario en millones de USD*

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La mayor disponibilidad de moneda extranjera se reflejó en una tendencia a la baja en el tipo de cambio en Monex³² (Gráfico 21). Al término del año, dicho indicador registró una variación acumulada de -6,0%. Sin embargo, como muestra claramente el gráfico, este comportamiento refleja una reversión del tipo de cambio a los niveles observados antes de la fuerte depreciación entre setiembre y noviembre del 2018. Así pues, si se compara el tipo de cambio al cierre del 2019 con el del cierre del 2017 o el de fines de junio del 2018, más bien se observa una ligera depreciación del colón.

En línea con eso, naturalmente la mayor parte de ese retorno del tipo de cambio a sus niveles anteriores ocurrió en el primer semestre (-4,74%), mientras que en el segundo semestre hubo movimientos al alza y a la baja, para una variación acumulada de -1,28% en ese lapso.

³² En promedio, el coeficiente de variación del tipo de cambio de Monex disminuyó de 2,77 en el 2018 a 2,48 en el 2019.

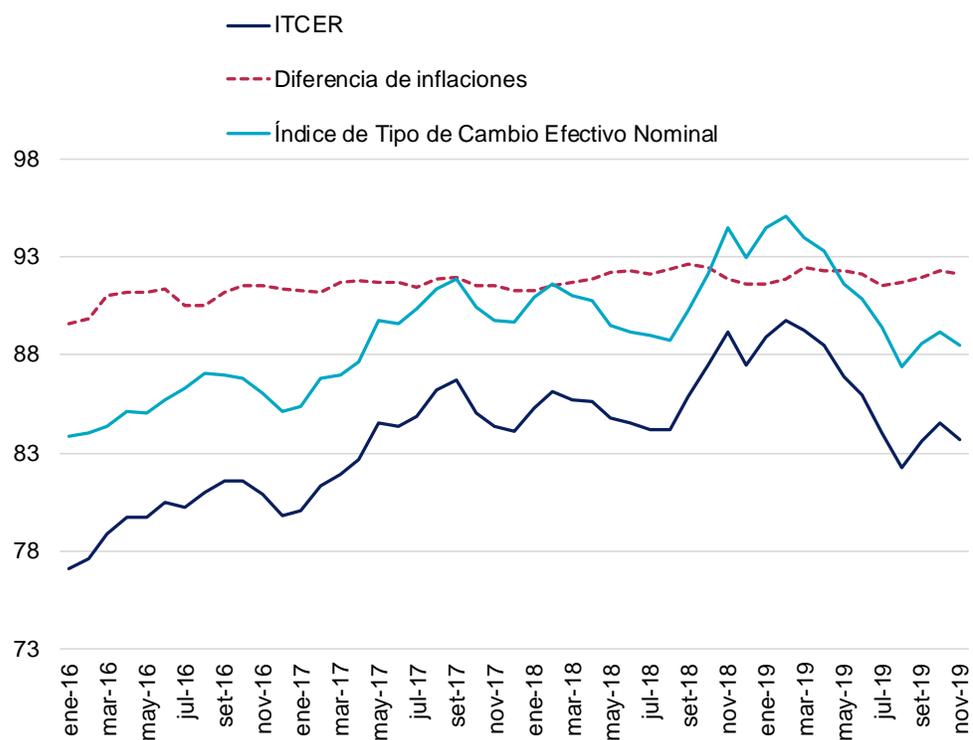
Gráfico 21. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex*Colones por dólar*

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El análisis es similar para el índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER), que relaciona el promedio ponderado del nivel de precios de los socios comerciales con los precios en Costa Rica, ajustados por el tipo de cambio de nuestra moneda con la de esos socios comerciales, usando como ponderador el peso de esos socios comerciales en el comercio internacional de Costa Rica. El ITCER es, pues, una medida aproximada de la competitividad internacional de los precios en Costa Rica. Como se puede observar en el Gráfico 22, el ITCER se depreció fuertemente en la última parte del 2018, y se apreció de nuevo en el 2019. Su nivel a noviembre del 2019 era muy similar al observado en agosto del 2018 (antes del episodio de depreciación ese año) y en diciembre del 2017.

Como muestra también el Gráfico 22, los movimientos en el ITCER se han dado fundamentalmente por las variaciones en el valor del colón en relación con las monedas de sus socios comerciales (tipo de cambio efectivo nominal), y en menor medida por la menor inflación de Costa Rica en comparación con la de sus socios comerciales.

Gráfico 22. Índice del tipo de cambio efectivo real (ITCER) y sus componentes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El excedente del mercado cambiario permitió al BCCR atender los requerimientos de divisas del sector público no bancario (SPNB) y restituir parte de las divisas vendidas directamente a estos entes. Además, las condiciones del mercado cambiario propiciaron en el 2019 una menor intervención del Banco Central por concepto de estabilización cambiaria, en comparación con el año anterior (ventas por *USD* 75,9 millones en el 2019 contra *USD* 452,8 millones un año atrás).

Adicionalmente, en noviembre del 2019 la Junta Directiva del Banco Central aprobó un programa de compra de divisas por hasta *USD* 1.000 millones³³. Conforme a lo acordado, el programa tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre del 2020 y será ejecutado en la oportunidad y magnitud que lo determinen las condiciones del mercado. Entre su aprobación y fines de diciembre del 2019, el Banco Central compró divisas al Gobierno por *USD* 550 millones como parte de ese programa de acumulación de reservas.

La Junta estimó conveniente comprar divisas para restituir la salida de recursos asociada al pago anticipado del crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), que fue aprobado en esa misma sesión³⁴, y que significaría un uso de reservas internacionales por alrededor de *USD* 765 millones entre diciembre de 2019 y enero de 2020. El programa de compra de divisas busca fortalecer la posición de reservas internacionales.

2.2.7. Agregados monetarios y crediticios

Los agregados monetarios y crediticios registraron en el 2019 tasas de crecimiento interanuales promedio menores en comparación con las del año previo, con un repunte en la segunda mitad del año. Este comportamiento es conforme con la mejora observada en la actividad económica en meses recientes.

Su comportamiento puso de manifiesto la presencia de fuerzas desinflacionarias en el 2019.

El comportamiento de los agregados monetarios fue diferente a lo largo del año (ver Cuadro A4 del anexo). En el primer semestre, mostraron una desaceleración con respecto a igual lapso del 2018, pero en el segundo se recuperaron, llegando incluso en diciembre a superar las tasas de expansión observadas 12 meses atrás. Por su parte, el crédito al sector privado mostró una desaceleración en el 2019 (Gráfico 23). Sin embargo, su tasa trimestral anualizada registra un repunte en las operaciones en colones a partir de julio, y menores tasas de caída en las colocaciones netas de crédito en moneda extranjera (Gráfico 24).

³³ Artículo 7, del acta de sesión 5905-2019, celebrada el 26 de noviembre de 2019.

³⁴ El crédito del FLAR, por *USD* 1.000 millones, ingresó el 9 de marzo de 2018. La decisión de cancelar anticipadamente esta operación tomó en cuenta la viabilidad y conveniencia financiera de la operación, en un contexto en que el saldo de RIN había aumentado como consecuencia de los ingresos del Gobierno por la colocación de *USD* 1.500 millones en plazas financieras internacionales y por el crédito otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo (*USD* 350 millones).

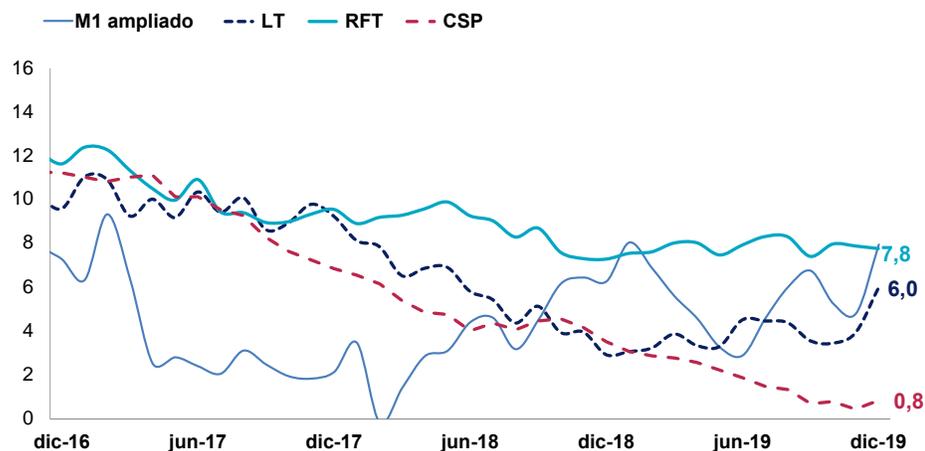
El comportamiento de los agregados monetarios y crediticios guarda coherencia con la evolución de la actividad económica, la cual empezó a recuperarse en la segunda parte del año.

El análisis de origen y aplicación de fondos de los intermediarios financieros para el año 2019 muestra que las fuentes de financiamiento en moneda nacional provinieron, fundamentalmente, de la captación de recursos y del encaje mínimo legal, recursos que fueron canalizados a financiar al sector privado y a instrumentos financieros emitidos por el Banco Central (depósitos en el Mercado Integrado de Liquidez y Bonos de Estabilización Monetaria) y el Ministerio de Hacienda.

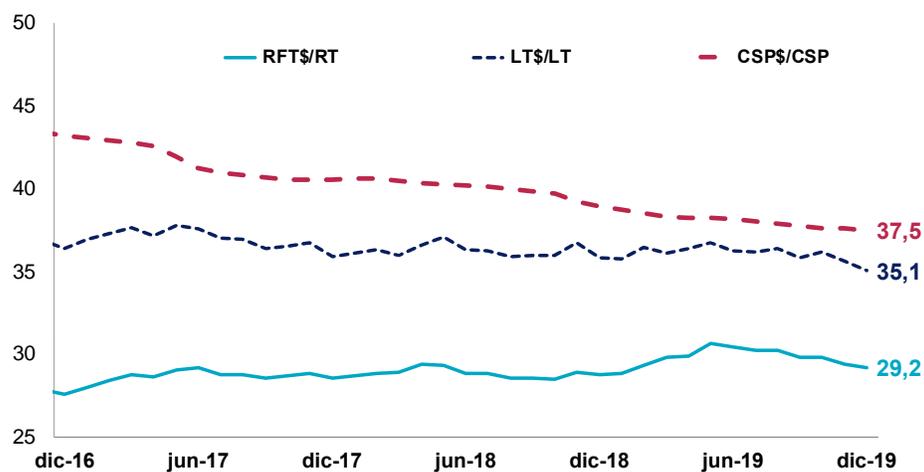
Gráfico 23. Agregados monetarios, crédito al sector privado y dolarización financiera

En porcentajes

A. Variación interanual



B. Participación relativa de la moneda extranjera

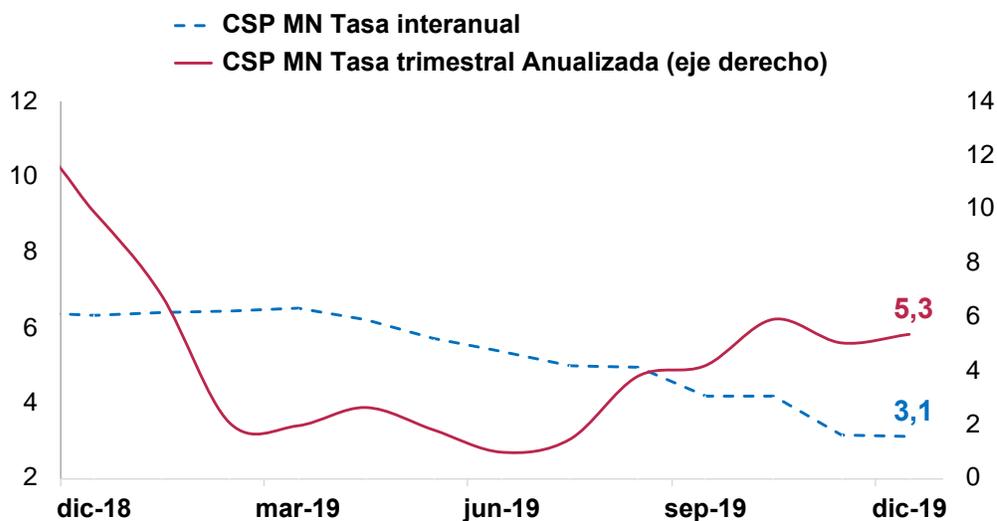


LT: liquidez total RFT: riqueza financiera total CSP: crédito al sector privado
 Nota: Sin efecto cambiario.
 Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 24. Crédito al sector privado del sistema financiero

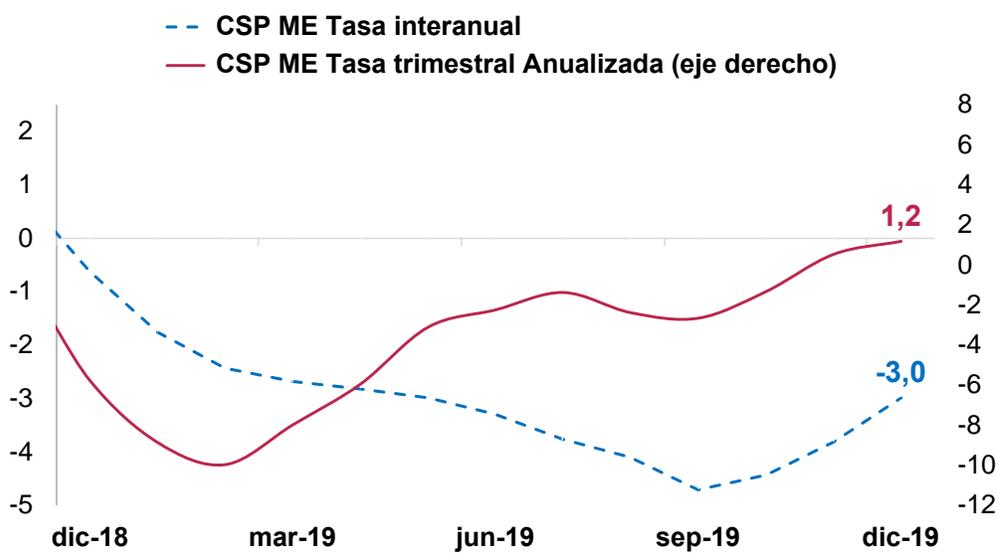
Variación interanual y trimestral anualizada, en porcentajes

A. Moneda nacional



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

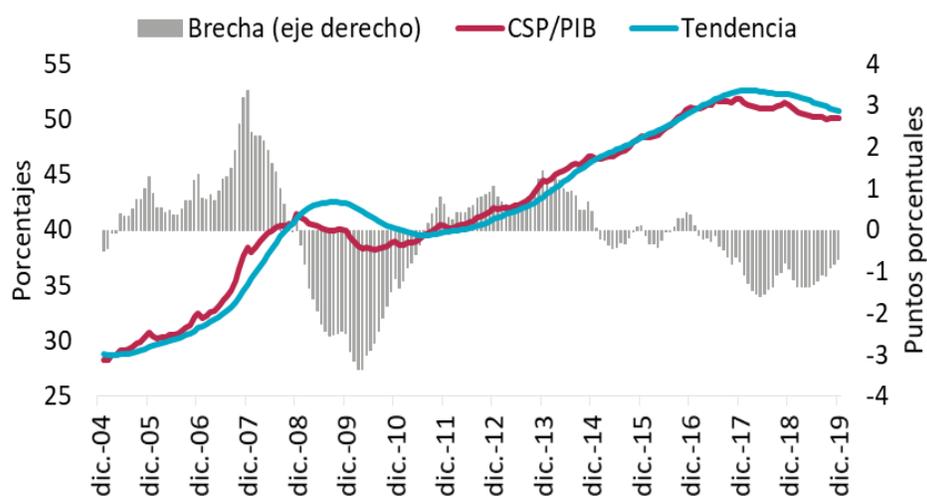
B. Moneda extranjera



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

Pese al repunte del crédito en la segunda parte del año, su desaceleración en comparación con el 2018 llevó a una caída de su relación con respecto al PIB. Al término del 2019, esa relación se ubicó por debajo de su tendencia de largo plazo (Gráfico 25), lo cual generó una brecha negativa de crédito, aunque ligeramente inferior a la de un año antes.

Gráfico 25. Brecha del crédito al sector privado (porcentaje del PIB) respecto a su tendencia de largo plazo



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En cuanto a la composición de los agregados monetarios y crediticios por tipo de moneda, en el 2019 se observó una desdolarización del ahorro financiero a partir de junio y se mantuvo el proceso de desdolarización registrado en el crédito al sector privado desde mediados del 2016³⁵ (Gráfico 24).

³⁵ La participación del componente en moneda nacional en la liquidez total, la riqueza financiera privada y la riqueza financiera total aumentó en el año entre 1,5 y 1,9 p.p., y se ubicó en ese orden en 64,9%, 65,3% y 70,8%. En el caso del crédito, la participación relativa de la moneda nacional aumentó de 61,1% en diciembre del 2018 a 62,4% un año después.

La desdolarización del ahorro financiero se asocia con el aumento en el premio por los depósitos en ahorro en moneda nacional a partir del segundo semestre. A su vez, ese aumento en el premio por ahorrar en colones se explica por el descenso del tipo de cambio y la disminución de las expectativas cambiarias a 12 meses plazo, principalmente en octubre y noviembre, efectos que más que compensaron la disminución de las tasas de interés pasivas en colones.

En el caso de la desdolarización del crédito, influyó la reducción en el costo relativo por endeudarse en moneda nacional, debida tanto a la disminución de las tasas de interés activas en colones como al aumento de las tasas activas en dólares. Otro factor que puede haber influido en la menor dolarización del crédito es el aumento en la volatilidad del tipo de cambio a partir de la segunda mitad del 2018. El menor apetito por créditos en moneda extranjera es indicio de una mejora en la internalización del riesgo cambiario por parte de los agentes económicos, en particular por parte de aquellos deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones. Este es, precisamente, uno de los objetivos que persigue el Banco Central al permitir una mayor flexibilidad cambiaria, y se complementa con la tasa diferenciada por moneda sobre el encaje mínimo legal y la reserva de liquidez, y con medidas prudenciales adoptadas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif).

3

Perspectivas macroeconómicas 2020-2021

3.1. Economía internacional

Para el bienio 2020-2021, los organismos financieros internacionales prevén un modesto repunte en el crecimiento económico mundial, fundado en una recuperación de los flujos de comercio e inversión. Además, estos organismos señalan que, para el horizonte de proyección, continúan las bajas presiones inflacionarias y una mayor disponibilidad de liquidez internacional.

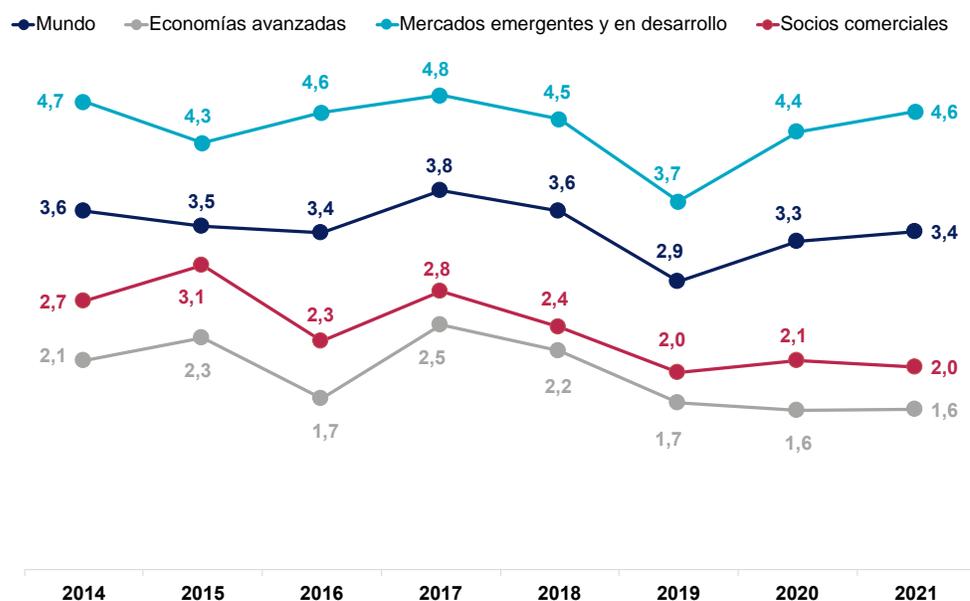
Los organismos financieros internacionales prevén una leve mejora de la actividad económica mundial para el bienio 2020-2021, en la medida en que se recuperen los flujos de comercio y de inversión. En este comportamiento influirían las menores tensiones comerciales entre EUA y China. En particular, el FMI proyecta que la economía mundial crecería 3,3% y 3,4%, respectivamente (Gráfico 26), comparado con 2,9% en el 2019. Estas proyecciones reflejan revisiones a la baja de 0,1 p.p. y 0,2 p.p., respectivamente, en relación con lo previsto en octubre de 2019, consecuencia del menor dinamismo esperado en algunas economías emergentes, en especial de la India.

Este organismo destaca como elementos positivos la menor incertidumbre de las relaciones comerciales mundiales, en virtud de la firma de la Fase I del acuerdo comercial entre EUA y China³⁶, y una menor probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*).

³⁶ Señala que desde el cuarto trimestre de 2019 “la actitud de los mercados se ha visto estimulada por indicios de que la actividad manufacturera y el comercio internacional están llegando a un punto de inflexión”.

Gráfico 26. Crecimiento económico mundial

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica e informe de Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2019 y enero de 2020.

Así, mientras se espera una recuperación moderada de la economía mundial, para nuestros socios comerciales (que son los que impactan directamente la actividad económica en Costa Rica), las proyecciones son de un continuado crecimiento bajo.

Coherente con las previsiones del FMI para la economía global, algunos indicadores adelantados de actividad económica mundial empezaron a mostrar señales de repunte en el último trimestre del 2019 (Gráfico 27).

Sin embargo, para los principales socios comerciales del país las proyecciones se ubican en torno al 2,0% en ambos años, similar al 2019 pero significativamente menor que lo registrado en el quinquenio 2014-2018 (2,7%). Este comportamiento estaría determinado, en buena medida, por la desaceleración en EUA, principal socio comercial de Costa Rica, que a su vez se atribuye fundamentalmente a la disipación de los efectos del estímulo fiscal aprobado a finales del 2017.

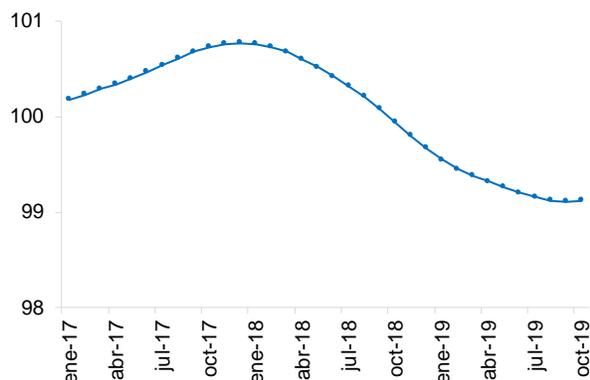
Además, el FMI prevé que la inflación permanecería en torno a la meta en varias economías avanzadas (mayoritariamente en 2,0%), en tanto que para las economías emergentes y en desarrollo espera una inflación de 4,8% en 2020 y 4,5% en 2021. Para los principales socios comerciales del país, la inflación promedio se mantendría en 2,7% para el bienio de proyección.

Gráfico 27. Indicadores adelantados de actividad económica

A. Índice de gerentes de compra¹



B. Indicador compuesto adelantado OCDE

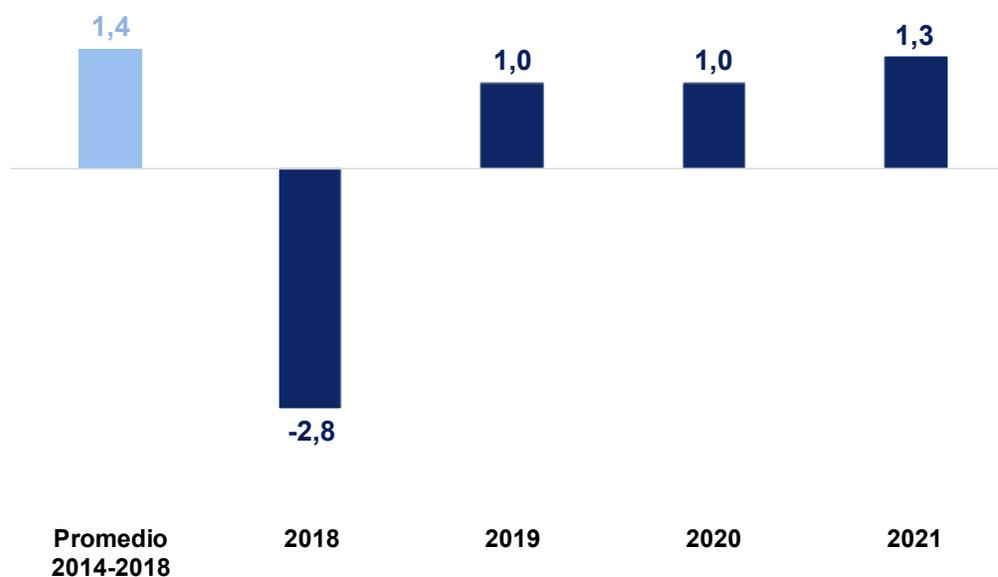


En cuanto al precio de los hidrocarburos, principal componente de las importaciones del país, la programación macroeconómica del BCCR supone que el promedio anual del precio de esta materia prima tendría un aumento en torno a 2,3% en el 2020 y una reducción de 6,0% en el 2021. Este comportamiento considera la evolución de los precios de contratos a futuro del WTI, que es el referente relevante para la economía costarricense.

Con base en esto, y la trayectoria prevista de los precios de otros bienes y servicios importados y de los principales productos de exportación, se estima una ganancia en los términos de intercambio de 1,0% en el 2020 y otra ganancia adicional de 1,3% un año después (Gráfico 28). Este resultado impacta positiva y directamente el ingreso disponible de hogares y empresas, por lo que explica parte de la aceleración en el consumo y la inversión, como se comenta más adelante.

Por otra parte, se prevé que la flexibilización de las condiciones monetarias adoptadas por los bancos centrales de algunas economías avanzadas y emergentes a partir del segundo semestre del 2019, y la baja inflación proyectada, resulten en menores tasas internacionales de interés. En esa línea, el presente ejercicio macroeconómico supone que la tasa Libor a 6 meses se ubicaría en 1,5% para 2020-2021, desde 1,9% en el 2019. Eso tendría efectos positivos sobre nuestra economía.

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

Gráfico 28. Términos de intercambio*Variación interanual en porcentajes*

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En resumen, para el periodo 2020-2021 se prevé que la demanda externa por nuestras exportaciones crecerá a tasas similares a las de 2019 (y consecuentemente mucho menores a las observadas entre 2014 y 2018); que la inflación promedio en nuestros principales socios comerciales también se mantenga relativamente moderada; que los términos de intercambio mejoren levemente en este bienio, ante los menores precios de las materias primas importadas y la recuperación de los precios de algunos bienes de exportación costarricenses, principalmente manufacturados; y que las condiciones financieras internacionales se tornen más favorables.

3.2. Economía nacional

3.2.1 Producción e ingreso disponible

Para el bienio 2020-2021 se prevé que continúe el proceso de recuperación económica que inició en la segunda mitad de 2019. Las proyecciones señalan un crecimiento de 2,5% en el 2020 y 3,0% en el 2021, en buena medida sustentado en la demanda interna.

El Banco Central proyecta un crecimiento del PIB en volumen de 2,5% para 2020³⁷ y 3,0% para 2021, comparado con un estimado preliminar de 2,1% para el 2019. Estas proyecciones suponen, por tanto, la continuidad del repunte que inició a mediados del 2019. Sin embargo, la economía costarricense se mantendría creciendo por debajo de su tasa estimada de crecimiento potencial (estimado para el largo plazo en 3,5%). Esto significa que la brecha de producto se mantiene negativa en el bienio.

Las proyecciones contemplan un crecimiento del ingreso nacional disponible bruto de 2,5% en 2020 y 3,1% en 2021, asociado a la evolución del PIB y a la mejora en los términos de intercambio, pero ajustado por el efecto de la reforma fiscal³⁸.

Por componentes del gasto (Gráfico 29), se prevé que la demanda interna lidere esa aceleración, con aumentos de 2,4% y 3,1% en esos años. Este crecimiento sería impulsado por el consumo de los hogares y la inversión privada.

El aumento en el consumo de los hogares está respaldado por el impacto positivo que sobre el ingreso disponible tendría la ganancia en términos de intercambio prevista para este bienio, y también por la mejora gradual en la confianza de los consumidores. Este efecto sería parcialmente atenuado por el alto nivel de endeudamiento de algunos hogares³⁹.

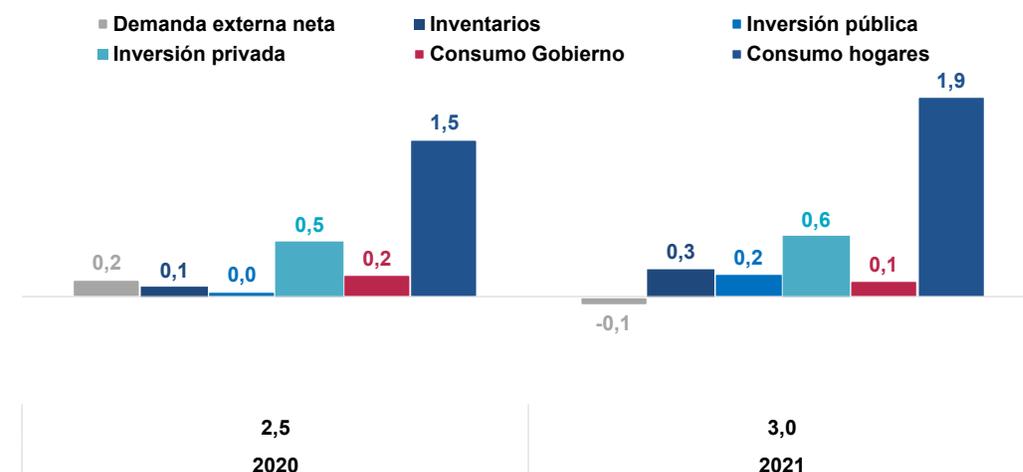
³⁷ El crecimiento para el 2020 ha sido revisado a la baja desde el 2,6% que se estimó en el informe de julio pasado.

³⁸ El efecto contractivo que la reforma fiscal tendría sobre el ingreso personal disponible se estima en 0,7% y 0,8% del PIB de 2020 y 2021, respectivamente.

³⁹ Para estimar este efecto, se proyectó una reducción en la propensión media al consumo, con el consecuente aumento en la tasa de ahorro. Es decir, se prevé que el nivel de endeudamiento se modere gradualmente conforme aumenta la tasa de ahorro.

Gráfico 29. Contribución al crecimiento del PIB en volumen por componentes del gasto

Aporte en p.p. a la tasa de variación

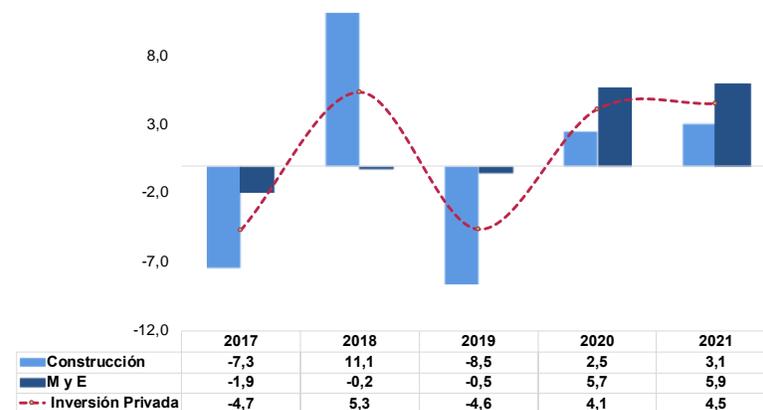


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, el repunte previsto en la inversión privada para 2020 está relacionado con una expectativa de mejora en la confianza empresarial, conforme se diluye la incertidumbre sobre los efectos de la reforma fiscal, y con una menor presión del Gobierno en el mercado financiero local, que impulsaría la actividad de construcción⁴⁰ así como la inversión en maquinaria, equipo y otros activos intangibles (Gráfico 30).

Gráfico 30. Inversión privada

Variación porcentual en volumen



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

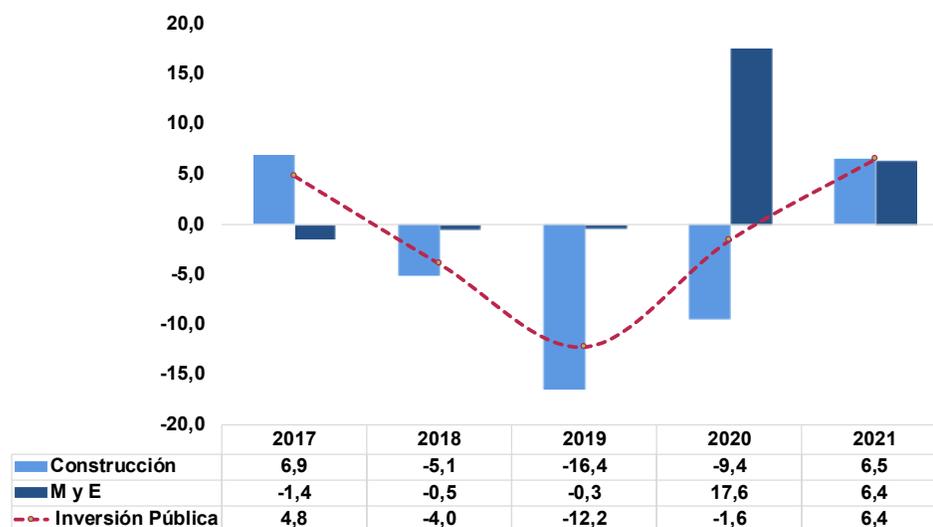
⁴⁰ Un indicador adelantado para la inversión privada en construcción son los trámites de construcción ante el Colegio Federado de Ingenieros y Arquitectos que, particularmente en el segundo semestre del 2019, presentaron tasas de crecimiento de dos dígitos. La estimación de la construcción tomó en consideración que estas gestiones corresponden a intenciones de construcción (cuyo efecto se espera en 2020). Si bien se reconoce que ese incremento pudo estar influido por el incentivo de adelantarse a la aplicación del IVA, también es cierto que estos trámites tienen un costo financiero, por lo que existe una alta probabilidad de que resulten en proyectos reales de construcción.

Para el 2020 no se prevé un impulso por el lado de la inversión pública (aunque la contracción sería menor que en 2019 (Gráfico 31). Con la información disponible, el Banco Central considera que, si bien se espera inversión en infraestructura vial⁴¹, adquisición de equipo ferroviario, mayores compras de activos intangibles (desarrollo de programas informáticos) y de equipo de cómputo⁴², ésta no será suficiente para compensar la menor ejecución prevista en obras de acueductos y alcantarillados, de generación eléctrica e infraestructura educativa. Para el 2021, además de los proyectos en ejecución por parte del Ministerio de Obras Públicas y Transporte, se supone iniciará la ampliación de la ruta San José-San Ramón y de la Ruta 27.

El Banco Central estima que, debido a los encadenamientos que tiene la inversión pública con el resto de la economía, cada *USD* 100 millones de ejecución de obra impacta positivamente la tasa de crecimiento del PIB en aproximadamente 0,17 p.p.

Gráfico 31. Inversión pública

Variación porcentual en volumen



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴¹ Destacan los Programas de Infraestructura de Transporte (PIT), la II etapa de la Red Vial Cantonal (CCLIP), Obras Estratégicas de Infraestructura Vial, así como el avance del proyecto de Rehabilitación y Ampliación de la Ruta Nacional N° 32.

⁴² Vinculado con el "Programa de Fortalecimiento del Sistema Educativo".

El gasto de consumo de Gobierno reflejaría las medidas de contención anunciadas por el Ministerio de Hacienda e incluidas en el Presupuesto Nacional de la República para 2020, de conformidad con el cumplimiento de la regla fiscal (que se aplicaría por primera vez en este año). En particular, las proyecciones reflejan la menor contratación de nuevos funcionarios así como una reducción en el gasto en bienes y servicios, lo que llevaría a una notable desaceleración en el consumo de Gobierno.

En lo que respecta a las exportaciones, para el bienio se prevén incrementos de 3,8% en 2020 y 3,3% un año después. La exportación de bienes aumentaría en promedio anual 4,0% (1,7% en 2019), en tanto que los servicios en promedio 3,6% (4,1% un año atrás). Esto es congruente con el crecimiento moderado esperado para nuestros socios comerciales.

El volumen de importaciones subiría 3,6% y 3,8% en este bienio, dada la aceleración prevista en la demanda interna, que llevaría a un repunte en las compras de materias primas y bienes de capital para atender la mayor inversión, así como de las importaciones destinadas al consumo final.

Por actividad económica y según el promedio de los aportes, se estima que el crecimiento económico estaría liderado por los servicios empresariales, la manufactura, información y comunicaciones, así como por los servicios de educación y salud. En particular:

- El impulso de los servicios empresariales estaría asociado con las actividades de consultoría en gestión financiera, recursos humanos, comercialización, oficinas principales, actividades administrativas y de apoyo de oficina, así como de los servicios de seguridad e investigación.
- El crecimiento de la actividad manufacturera respondería, principalmente, a la evolución en la demanda externa por productos de empresas del régimen especial, particularmente equipo e implementos médicos. La producción de empresas del régimen definitivo mostraría una moderada recuperación, impulsada por la estabilización en las ventas al mercado centroamericano y por un aumento en la demanda interna de insumos de origen manufacturado para la agricultura y la construcción.
- Los servicios de información y comunicaciones crecerían a una tasa mayor que el agregado, sustentada en la demanda por los servicios de telecomunicaciones así como de información y programación, esto último dirigido al mercado externo.

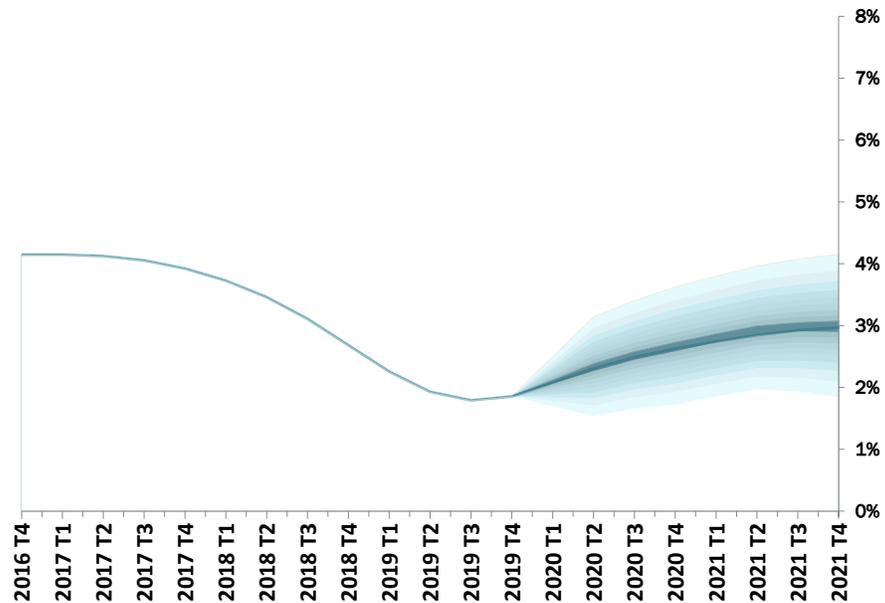
- Los servicios públicos y privados de salud se mantendrían dinámicos. En el primero de los casos destaca el plan para ampliar la cobertura en salud pública por medio de inversión en nuevos hospitales y Equipos Básicos de Atención Integral en Salud (Ebais), que lleva la contratación de personal y la compra bienes y servicios.
- También se prevé que se recupere la actividad agropecuaria, en razón de la estabilización de los precios internacionales y de que no se pronostican condiciones climáticas adversas⁴³. Esto favorecería, en particular, la oferta exportable de banano y piña.
- Las empresas del régimen definitivo mantendrán su repunte, ante la recuperación del agro y de la construcción, especialmente en el 2021. Se prevé que las empresas en regímenes especiales también mantendrán su dinamismo.

Como todo pronóstico, la proyección de crecimiento económico está sujeta a incertidumbre. El Gráfico 32 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.

⁴³ Según el Pronóstico Climático Estacional (noviembre 2019 - enero 2020) del Instituto Meteorológico Nacional, las condiciones del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS tradicional y Modoki), las temperaturas del mar en el Caribe y el invierno del hemisferio norte son determinantes en el clima estacional de los próximos meses. Al respecto, no se prevé que el ENOS tenga una influencia significativa y se estima que el calor del mar en el Caribe proporcionará la humedad necesaria para que no se produzcan sequías en zonas tradicionalmente vulnerables.

Gráfico 32. 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.

Los riesgos se inclinan levemente al alza, como lo muestran las bandas más anchas por encima del pronóstico central. Ello responde a que, de haber alguna diferencia en la trayectoria del crecimiento de los principales socios comerciales, se considera más probable que ésta sea al alza. También se estima que el nivel de inversión privada previsto podría sorprender al alza. Con un 50% de probabilidad, se estima que el crecimiento económico se ubique entre 2,3% y 3,1% en el 2020 y entre 2,6% y 3,5% en 2021.

3.2.2 Balanza de pagos

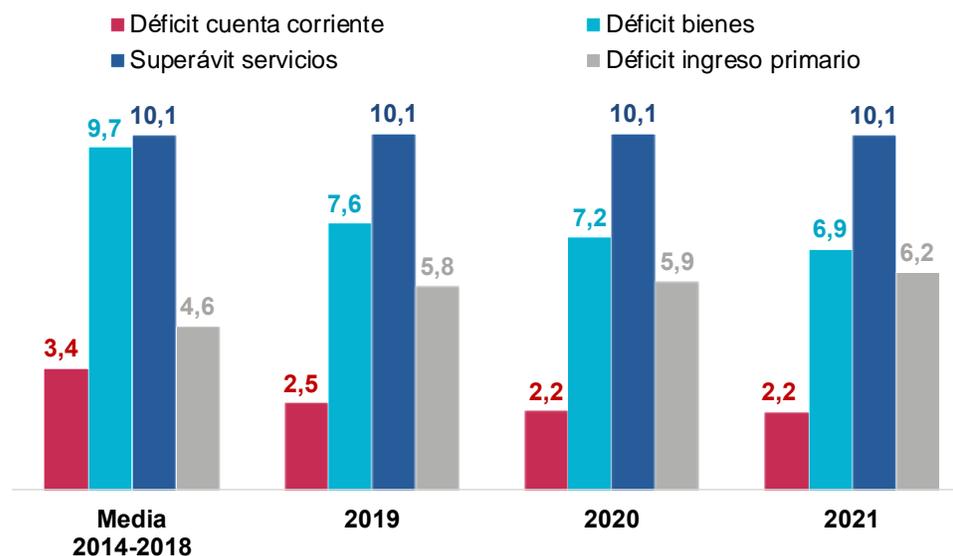
Las proyecciones de balanza de pagos para el periodo 2020-2021 contemplan un menor déficit en cuenta corriente (2,2% del PIB en cada año), financiado completamente por inversión directa.

El comportamiento de los indicadores del sector externo para el bienio 2020-2021 estaría determinado por un crecimiento moderado de los principales socios comerciales, estabilidad relativa en los términos de intercambio y un mejor desempeño de la actividad económica local respecto a lo observado en 2019.

En este contexto, se estima un déficit de cuenta corriente que en términos del PIB alcanzaría 2,2% en cada año, el más bajo en la historia reciente del país (Gráficos 11 y 33). Esta mejora paulatina y sostenida de la brecha en cuenta corriente responde, principalmente, a la reducción en el desbalance de bienes y al superávit en la cuenta de servicios, que se mantendría alrededor de 10,0% del PIB. Adicionalmente, la relativa estabilidad de los flujos de inversión directa permitiría financiar esa brecha y mantener la posición de activos de reserva en torno a 13,0% del PIB (Gráfico 34 y Cuadro A.8 del anexo).

Gráfico 33. Déficit de cuenta corriente por componentes

Porcentajes del PIB



Datos estimados para 2019 y proyecciones para 2020-2021.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El déficit en la cuenta de bienes continuaría a la baja para ubicarse en torno al 7% del PIB en cada año. Particularmente, el valor de las ventas externas crecería por encima del 5% (1,2% en el 2019), principalmente por el impulso de las empresas del régimen definitivo, toda vez que el valor de las exportaciones de los regímenes especiales mantendrían el ritmo de crecimiento de años recientes (alrededor de 7,3%).

Por su parte, en concordancia con el mejor desempeño de actividad económica local, se prevé un mayor dinamismo del valor de las importaciones, principalmente en las empresas del régimen definitivo (excluidos los hidrocarburos), para las cuales se proyectan tasas en torno al 4,2% por año (-8,3% en el 2019). Estas compras serían impulsadas, en particular, por el repunte en el consumo y la inversión privada (en actividades como la construcción, por ejemplo). En el caso de los regímenes especiales, se supone que moderaría el crecimiento con tasas de 5,0% y 6,0% en el 2020 y 2021, en ese orden, luego del impulso observado en el 2019.

En lo que respecta a los hidrocarburos, principal producto de importación, se proyecta que el precio medio del barril del cóctel de producto terminado se ubique en *USD 72,7* en 2020 (2,3% más alto que en 2019) y en *USD 68,4* un año después (una reducción de un 5,9% en relación con el 2020). Esto, combinado con las proyecciones de volumen de importación (ver sección 3.2.1), implicaría un ligero aumento en la factura petrolera entre el 2019 y el 2020, y una caída en el 2021, reflejo de la disminución en el precio.

La cuenta de servicios continuaría con un superávit ligeramente superior al 10% del producto, impulsado como ha sido usual en los últimos años por el turismo receptivo, servicios de apoyo empresarial y las actividades relacionadas con telecomunicaciones, informática e información. Este superávit seguiría excediendo el desbalance en la cuenta de bienes.

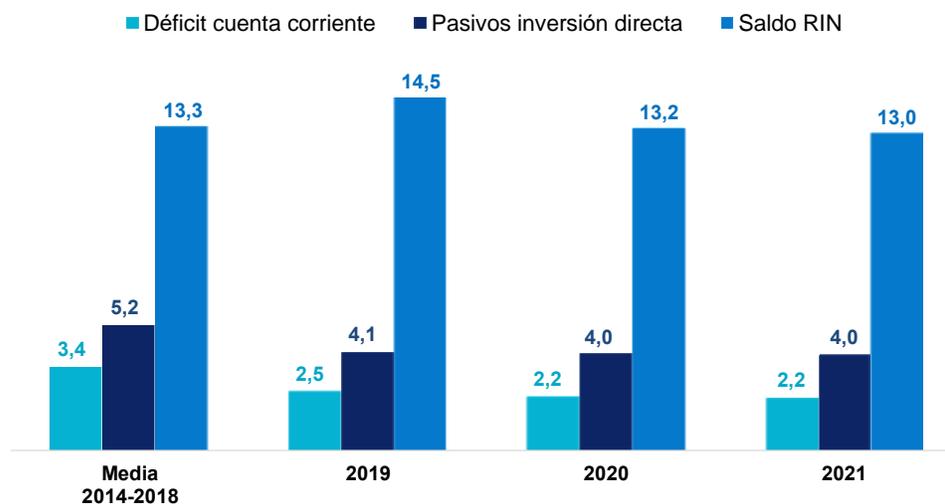
Acorde con el aumento del endeudamiento externo de la economía nacional, se espera un mayor desbalance en la cuenta de ingreso primario en el bienio en comentario, atribuido tanto al servicio de la deuda pública y privada como a las utilidades asociadas a los pasivos de inversión directa.

En relación con la cuenta financiera, para el 2020 se proyecta un ingreso neto de recursos por el equivalente a 1,8% del PIB, explicado básicamente por la inversión directa, que se prevé represente alrededor del 4% del PIB. Para el sector público se espera que los ingresos y pagos tiendan a compensarse. En particular, está previsto el ingreso de recursos por USD 1.726 millones, de los cuales USD 1.430 millones corresponden a créditos de apoyo presupuestario⁴⁴. Estos influjos serían compensados por la cancelación anticipada del préstamo de apoyo a la balanza de pagos otorgado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un saldo residual de USD 625 millones (efectuado el 13 de enero de 2020), el vencimiento de títulos de deuda BD20 del Gobierno por USD 250 millones, la constitución de activos externos (netos) de las otras sociedades de depósito públicas (USD 475 millones) y pagos de operaciones contractuales por parte otras entidades públicas.

De igual forma, para el 2021 el ingreso neto de recursos estaría determinado mayormente por la inversión directa, que se mantendría en el equivalente a 4% del PIB. Para el sector público se prevé una entrada de USD 850 millones proveniente de créditos de apoyo presupuestario, cuyo efecto sería parcialmente compensado por pagos de operaciones contractuales de estos entes.

Gráfico 34. Balanza de Pagos: componentes seleccionados

Porcentajes del PIB



Datos estimados para 2019 y proyecciones para 2020-2021.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴⁴ De acuerdo con información del Ministerio de Hacienda, se prevé contar con los siguientes créditos de apoyo presupuestario (millones USD):

	2020	2021
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	250	
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)		350
Banco Mundial (BIRF)	300	
Corporación Andina de Fomento (CAF)	500	500
BID-Agencia Francesa de Desarrollo	380	
Total	1.430	850

3.2.3 Finanzas públicas

La aplicación estricta de la regla fiscal permitiría reducir el déficit primario y con ello las necesidades brutas de financiamiento en el bienio 2020-2021. Ello es consecuente con la búsqueda de la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo.

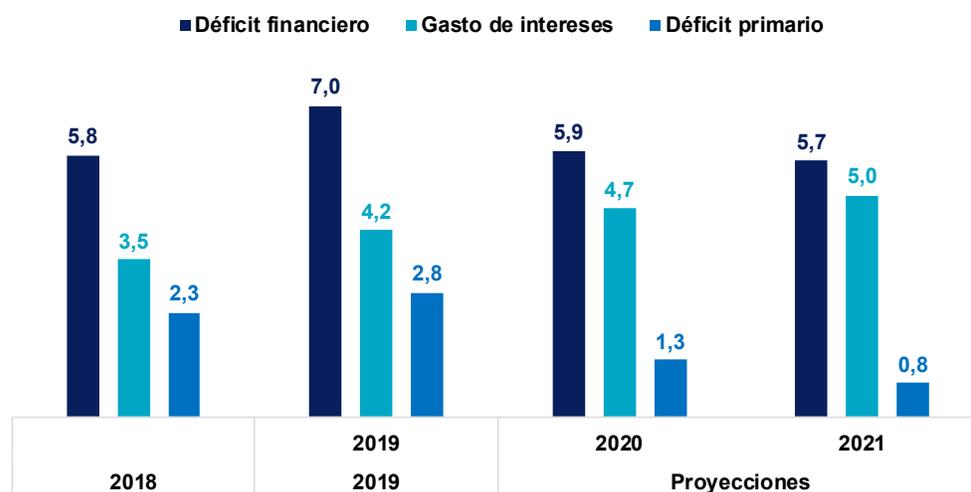
Según lo establecido en la Ley 9635, la aplicación de la regla fiscal inicia en el 2020 y se hizo explícita en la formulación del Presupuesto Nacional para el ejercicio económico del presente año. De acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Hacienda, la aplicación estricta de la regla fiscal este año y el siguiente permitiría una caída en el déficit primario del Gobierno Central a 1,3% del PIB en el 2020 y 0,8% en el 2021, desde 2,8% en el 2019, a pesar del aumento proyectado en los gastos de capital (Cuadro A.9 del anexo). El déficit financiero del Gobierno Central también se reduciría, para ubicarse en 5,9% del PIB en 2020 y en 5,7% en 2021. Esta reducción sería menor a la que muestra el resultado primario, debido a la mayor carga por intereses (Gráfico 35).

Como se indicó, estos resultados incorporan el efecto de las medidas fiscales y, en particular, de la aplicación estricta de la regla fiscal contemplada en la Ley 9635. También suponen el ingreso de recursos por créditos multilaterales para apoyo presupuestario por un total de USD 2.280 millones en este bienio.

Además, las proyecciones del Ministerio de Hacienda incluyen como parte de los ingresos y gastos del Gobierno Central, a partir del 2021, las operaciones de los órganos desconcentrados, según lo dispuesto en la *Ley de Fortalecimiento del Control Presupuestario de los Órganos Desconcentrados del Gobierno Central* (Ley 9524). Según las estimaciones preliminares de ese Ministerio, la aplicación de esa ley tendría efectos incrementales en los ingresos por el equivalente a 1 p.p. de PIB y en los gastos por 2 p.p. en el primer año. Esto explica por qué en el 2021 se observa un incremento importante en los niveles proyectados de ingresos y gastos (Cuadro A.9 del anexo).

Gráfico 35. Resultado financiero del Gobierno Central

Porcentajes del PIB



Nota: Proyecciones para 2020-2021.

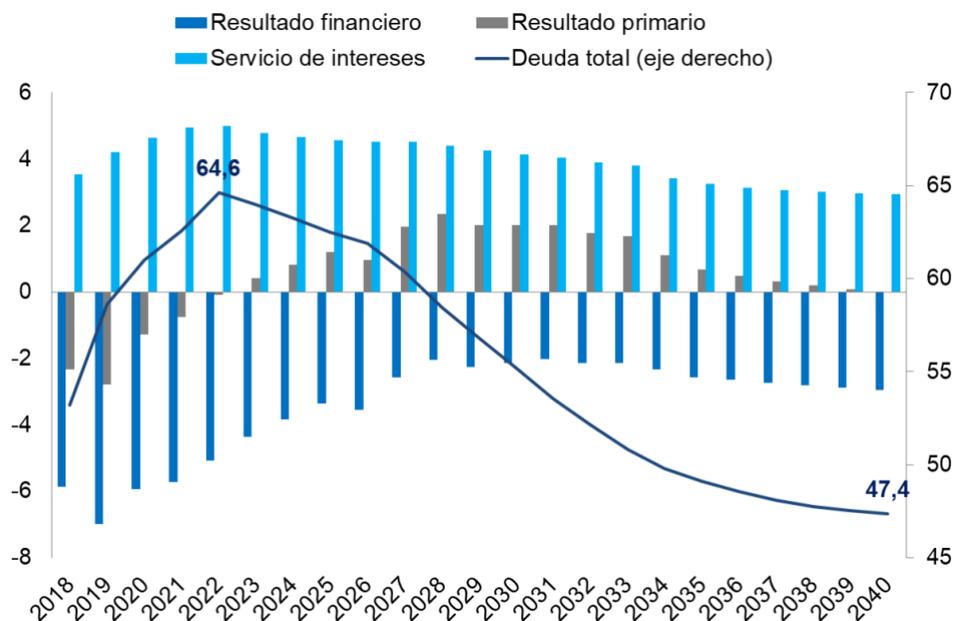
Fuente: Ministerio de Hacienda.

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, ahora proyectado en el 2022⁴⁵ (Gráfico 36). A partir de ese año, iniciaría una trayectoria descendente. La trayectoria de la razón de deuda a PIB es estimada por el Banco Central, tomando como insumo las proyecciones del déficit financiero y primario provistas por el Ministerio de Hacienda para el horizonte 2020-2024.

⁴⁵ Los ejercicios de sostenibilidad fiscal presentados en el Programa Macroeconómico 2019-2020 de enero de 2019 y su revisión en julio de ese año estimaron que el máximo se alcanzaría en el 2023. En esta ocasión, las proyecciones del Ministerio de Hacienda contemplan tanto una menor carga por intereses como una corrección en el resultado primario a partir del 2021, mayor a la estimada en ejercicios previos, con lo cual la razón deuda a PIB empezaría a declinar a partir del 2023. Además, en el 2026 se incluye, en los gastos de capital, la transferencia de capital para financiar el proyecto *Transporte rápido de pasajeros* (USD 550 millones).

Gráfico 36. Gobierno Central: proyección deuda total y resultados financiero y primario

Porcentaje del PIB



Nota: Proyecciones de la razón de deuda a PIB con base en el Modelo de Sostenibilidad Fiscal del BCCR.
Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Los requerimientos brutos de financiamiento del Gobierno continuarán altos también por varios años (Cuadro 1). Sin embargo, 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.

Cuadro 1. Gobierno Central: Proyección de necesidades brutas de financiamiento y origen de fondos

Porcentaje del PIB

	2018	2019	2020	2021
Necesidades brutas	12,1	12,9	10,6	12,2
Déficit financiero	5,8	7,0	5,9	5,7
Amortizaciones	6,3	5,9	4,7	6,5
Origen de fondos	12,1	12,9	10,6	12,2
Deuda interna	11,5	9,6	8,4	9,7
Deuda externa	0,6	3,3	2,3	2,5

Nota: Proyecciones 2020-2021.
Fuente: Ministerio de Hacienda.

El presente Programa Macroeconómico no contempla, en su escenario base, la colocación adicional de títulos del Gobierno en los mercados internacionales. No obstante, en un escenario alternativo resumido en el Recuadro 3, se estima que, en caso de darse la aprobación legislativa para colocar hasta un monto de USD 4.500 millones a partir del 2020, los efectos serían favorables sobre el resultado fiscal y el crecimiento económico.

Por otra parte, el déficit financiero del Banco Central se proyecta en 0,4% del PIB en 2020-2021, en ambos años (0,3% en 2019). 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, impulsados, al igual que en el 2019, por el comportamiento positivo de las finanzas de la CCSS, principalmente del régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM)⁴⁶

⁴⁶ Este resultado no se refiere a la sostenibilidad de largo plazo del IVM, sino únicamente al resultado financiero de corto plazo.

Recuadro 3. Estimación de algunos efectos macroeconómicos de la eventual colocación de bonos de deuda externa

En el 2019 el Poder Ejecutivo presentó una iniciativa ante la Asamblea Legislativa para colocar en los mercados internacionales, en un plan plurianual, títulos de deuda hasta por USD 6.000 millones (USD 1.500 millones anual en el primer bienio y USD 1.000 millones anuales en lo sucesivo). Con la Ley 9708 la Asamblea Legislativa autorizó la colocación de únicamente USD 1.500 millones.

La propuesta original forma parte de un plan integral de financiamiento de mediano plazo que busca apoyar el proceso de ajuste fiscal (Ley 9635). Su intención es sustituir deuda interna por operaciones de deuda externa en mejores condiciones de plazo y tasas de interés.

Para estimar los efectos macroeconómicos de futuras colocaciones, se elaboró un escenario alterno. Este escenario supone que la Asamblea Legislativa daría la aprobación para la colocación de USD 1.500 millones en el 2020 y USD 1.000 millones en el 2021, de conformidad con la propuesta original del Ministerio de Hacienda.

Los resultados se presentan en el Cuadro 3.1. Como indica el cuadro, el acceso a estos recursos reduciría la presión sobre las tasas de interés locales y con ello contribuiría a reducir la carga por intereses y la deuda del Gobierno. Además, estimularía el crédito al sector privado y la reactivación económica.

Cuadro 3.1 Escenarios sin (base) y con colocación de bonos de deuda externa (alterno)
En porcentajes

	Promedio 2020-2021	
	Base	Alterno
Deuda total Gobierno Central (% PIB)	61,8	61,6
Deuda interna Gobierno Central (% PIB)	47,6	45,4
Carga de intereses (% PIB)	4,9	4,7
Crédito sector privado (variación)	6,1	8,0
PIB (variación)	2,7	2,9

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

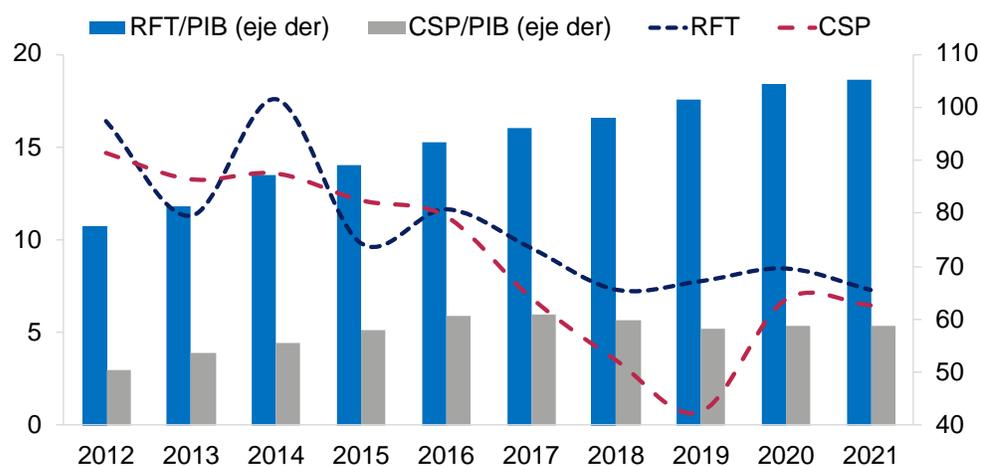
3.2.4 Agregados monetarios y crédito al sector privado

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) crezca a una tasa media anual en torno a 7,6% en 2020-2021. Eso permitiría que el ahorro en términos del PIB mantenga la tendencia al alza que le ha caracterizado (Gráfico 37).

Asimismo, se prevé un crecimiento del crédito al sector privado en torno a 5,0% en el 2020 y a 7,0% en el 2021. Así, la razón de crédito a producto se estabilizaría, después de haber tendido a la baja en el bienio 2018-2019. El repunte en el crédito estaría apoyado en la mejora prevista en la percepción de los agentes económicos sobre el desempeño macroeconómico del país, así como por la mayor disponibilidad de fondos prestables (traducida en mejores condiciones crediticias por parte de los intermediarios financieros).

Gráfico 37. Riqueza financiera (RFT) y crédito al sector privado (CSP)

Tasas de variación interanual y % del PIB



Nota: Sin efecto cambiario.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.2.5 Inflación

Las proyecciones de inflación de mediano plazo del modelo macroeconómico del BCCR toman como insumos, con base en información y proyecciones de organismos internacionales, los siguientes supuestos: a) tasas de interés internacionales inferiores a las de 2019, debido al relajamiento de las condiciones monetarias en importantes economías avanzadas y emergentes; b) un crecimiento económico desacelerado en los Estados Unidos de América; c) inflación en los Estados Unidos en torno al objetivo de largo plazo; d) inflación de los principales socios comerciales en torno al 2,7% para el bienio 2020-2021; y e) bajo crecimiento en el precio de las materias primas, lo que llevaría a una mejora en los términos de intercambio del país con respecto a 2019.

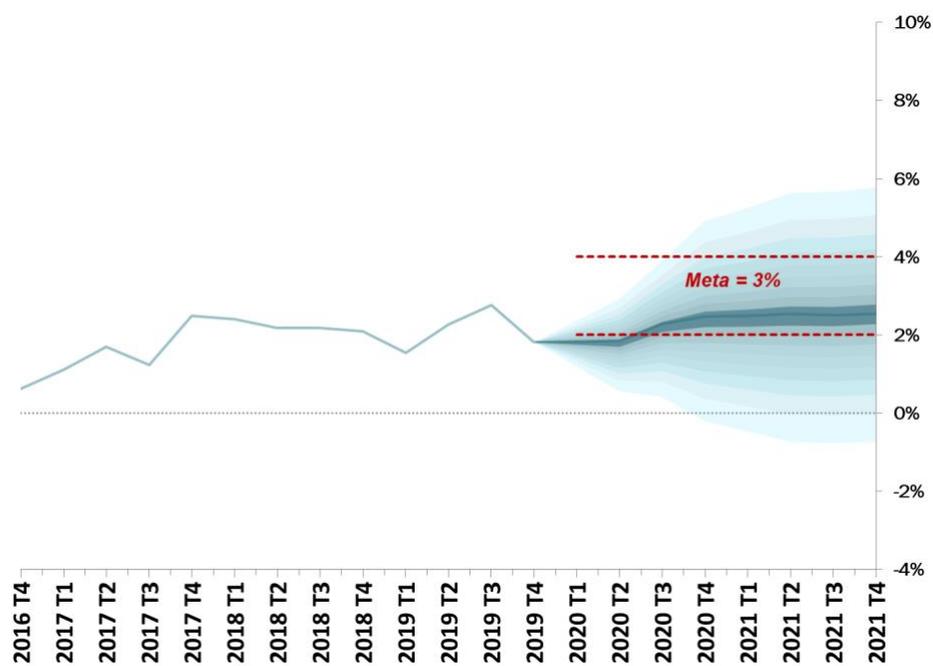
Se estima que las expectativas de inflación se mantendrían alrededor del 3,0%. Por otra parte, una brecha del producto negativa (acorde con una tasa de desempleo alta) ejercerá presión a la baja sobre la inflación.

Dada la interacción de las variables exógenas, de acuerdo con este modelo, las tasas promedio de inflación (medida por el IPC) se ubicarían en torno a 2,5% en el bienio 2020-2021. Por su parte, los valores para la inflación subyacente estarían alrededor de 2,4% en igual lapso.

En general, los pronósticos de la inflación incluidos en el Programa Macroeconómico 2019-2020 y su revisión sobreestimaron el resultado para 2019, y mostraban igualmente una trayectoria más alta para el 2020 a la que sugieren los pronósticos presentados en esta ocasión. El menor resultado de inflación observado en el 2019, y la revisión a la baja en los pronósticos para la inflación general y subyacente, están asociados con la persistencia de factores desinflacionarios, en particular una brecha de producto negativa y una tasa de desempleo superior a la tasa de largo plazo en la que se estabilizaría la inflación (Gráfico 38).

Gráfico 38. 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.

3.2.6 Resumen de las principales proyecciones macroeconómicas

En el Cuadro 2 se presenta un resumen de las proyecciones para las principales variables macroeconómicas contempladas en el Programa Macroeconómico 2020-2021.

Cuadro 2. Principales variables macroeconómicas

	Promedio 2014-2018	2019	Proyecciones	
			2020	2021
PIB (miles de mill de ₡)	31.154	36.280	38.285	40.754
Tasas de crecimiento (%)				
PIB real	3,6	2,1	2,5	3,0
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	3,6	2,0	2,5	3,1
Tasa de desempleo ^{1/}	9,6	11,4		
Inflación (meta)				
Variación interanual de IPC (%)	1,9	1,5	3,0 (± 1,0 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)				
Cuenta corriente	-3,4	-2,5	-2,2	-2,2
Cuenta comercial	-9,7	-7,6	-7,2	-6,9
Cuenta financiera	-3,5	-4,7	-1,8	-2,5
Pasivos de inversión directa	-5,2	-4,1	-4,0	-4,0
Saldo RIN (% PIB)	13,3	14,5	13,2	13,0
Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{2/}				
Resultado Financiero	-5,0	-5,6	-5,3	-5,1
Gobierno Central	-5,7	-7,0	-5,9	-5,7
Resto SPNF	1,3	1,7	1,0	1,0
BCCR	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4
Deuda Gobierno Central (% PIB) ^{3/}	53,2	58,5	61,0	62,6
Agregados monetarios y crediticios (Variación %) ^{4/}				
Liquidez total (M3)	8,9	6,0	6,2	6,3
Riqueza financiera total	11,2	7,8	7,4	7,8
Crédito al sector privado	9,4	0,8	4,9	7,3
<i>Moneda nacional</i>	12,5	3,1	7,5	11,1
<i>Moneda extranjera</i>	5,6	-3,0	0,5	0,5

*/ Estimaciones 2019 y proyecciones 2020-2021.

1/ Al III trim-2019 según Encuesta Continua de Empleo, INEC.

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

3/ Estimaciones del Modelo de Sostenibilidad Fiscal del BCCR. El dato del promedio 2014-18 corresponde al saldo de diciembre de 2018.

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).

4

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, para el bienio 2020-2021, reitera 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 presiones inflacionarias o deinflacionarias que pudieran originar desvíos sostenidos 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.

En ese sentido, la política monetaria del BCCR es de carácter prospectivo; es decir, reacciona no a la inflación actual, sino en respuesta a los pronósticos de inflación futura (Recuadro 4). Para ello, toma en consideración la proyección de los determinantes macroeconómicos de la inflación. Claro está que en esas proyecciones el dato de la inflación actual es relevante también, pero no es el único factor.

Las proyecciones macroeconómicas señalan la persistencia de riesgos a la baja en la inflación asociados principalmente al moderado crecimiento de la economía, con holgura en la capacidad de producción (brecha del producto negativa), y a un desempleo que se mantiene en niveles por encima de la tasa en que la inflación se estabilizaría. Además, las expectativas de inflación se encuentran estables alrededor de la meta inflacionaria, lo que sugiere una sostenida credibilidad en el compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable. Eso indica que existe espacio para continuar con el ciclo de relajamiento de la política monetaria. Por ello, en conjunto con la aprobación de este Programa Macroeconómico, la Junta Directiva acordó una nueva reducción en la TPM, esta vez de 50 p.b., para llevarla a 2,25%. La programación macroeconómica en este ejercicio refleja este ajuste en la TPM.

- ii. Participará en el mercado cambiario por tres motivos distintos: como agente del sector público no bancario; para atender requerimientos propios (en particular, continuar con el programa de compra de reservas aprobado por la Junta Directiva en noviembre pasado o cualquier otro que se aprobare en el futuro); 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.

Particularmente, con este Programa Macroeconómico, se introduce un corredor asimétrico alrededor de la TPM, de forma tal que la tasa de interés para la facilidad de depósito se ubique 150 p.b. por debajo de la TPM y la de la facilidad de crédito 50 p.b. por encima de este parámetro (Recuadro 5). Esta medida busca: (i) aumentar el costo de oportunidad de mantener recursos en instrumentos de depósito; y (ii) promover la participación entre intermediarios financieros en el MIL, y con ello dar relevancia a la tasa de interés interbancaria en este mercado⁴⁷ como meta operativa de la política monetaria. Además, se introducirán cambios en la operativa del MIL, por ejemplo, en los horarios de la subasta (convocatoria y hora del evento).

⁴⁷ El Banco Central da seguimiento a la tasa de interés de las operaciones entre intermediarios financieros en el MIL (no considera aquellas cuya contraparte es el BCCR).

v. Continuará fortaleciendo la comunicación con el público. Como parte de este proceso, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, mediante artículo 9 del acta de la sesión 5914-2020 del 29 de enero del año en curso, decidió modificar el calendario de reuniones de política monetaria y publicar en forma anticipada las fechas en que se tomarán las decisiones de política monetaria. Así, el Banco Central elaborará y divulgará en su Programa Macroeconómico, a partir de este año, un calendario de reuniones de política monetaria. En particular:

- A partir de este año, la Junta Directiva realizará ocho reuniones de política monetaria al año, con un intervalo aproximado de seis semanas entre cada reunión, para decidir el nivel de la TPM. La Junta Directiva, no obstante, podrá modificar la TPM fuera de calendario si las circunstancias lo ameritan.
- Con posterioridad a la reunión, publicará un comunicado sobre la decisión de política monetaria, el cual presentará la visión de la Junta Directiva sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y de los factores que la determinan.
- El calendario para el 2020 es el siguiente:

Calendario de reuniones de política monetaria 2020

Enero 29	Marzo 16	Abril 29	Junio 17
Julio 22	Setiembre 16	Octubre 28	Diciembre 16

Es de esperar que estos cambios contribuyan en la formación de las expectativas de mercado y contribuyan a fortalecer la credibilidad y transparencia del Banco Central y la transmisión de la política monetaria (Recuadro 6).

- Además, el Banco Central reorganizará sus publicaciones para que, en los trimestres en que no hay Programa Macroeconómico, se publique un Informe de Política Monetaria, que reemplazaría al actual Informe de Inflación. De esta forma, se regularizará, con frecuencia trimestral, la información al público sobre los análisis de coyuntura económica y de política monetaria.

- Durante este año, el Banco Central también iniciará un proceso de análisis y consultas para explorar la conveniencia y oportunidad de revisar su meta de inflación.
- vi. Asimismo, de manera coordinada con el Conassif y con las superintendencias, según corresponda, continuará impulsando medidas tendientes a mantener y fortalecer la estabilidad y eficiencia del sistema financiero nacional. Como líneas de acción inmediatas, el Banco Central trabaja en la modificación del Reglamento para las operaciones de crédito de última instancia en moneda nacional del Banco Central de Costa Rica y en una propuesta de Reglamento sobre derivados en moneda extranjera.

Recuadro 4. Mecanismo de transmisión de la política monetaria

En el contexto del modelo macroeconómico, el comportamiento de la inflación en el corto y mediano plazo se explica básicamente por las presiones de demanda y las expectativas de inflación. Las presiones de demanda se aproximan con la brecha del producto. Su evolución está determinada por condiciones externas, como la trayectoria de los términos de intercambio y el crecimiento económico de Estados Unidos de América (principal socio comercial de Costa Rica), y por las condiciones financieras internas, que responden a la postura de la política monetaria del BCCR, manifiesta en la TPM.

El proceso de formación de expectativas incorpora elementos inerciales y prospectivos. En la medida en que la credibilidad del BCCR mejora, se incrementa su capacidad para anclarlas a la meta anunciada, al tiempo que se reduce la importancia relativa de los componentes inerciales. Otro factor que incide en las expectativas es la inflación importada y el efecto que sobre ésta puedan tener las expectativas de variación del tipo de cambio nominal¹.

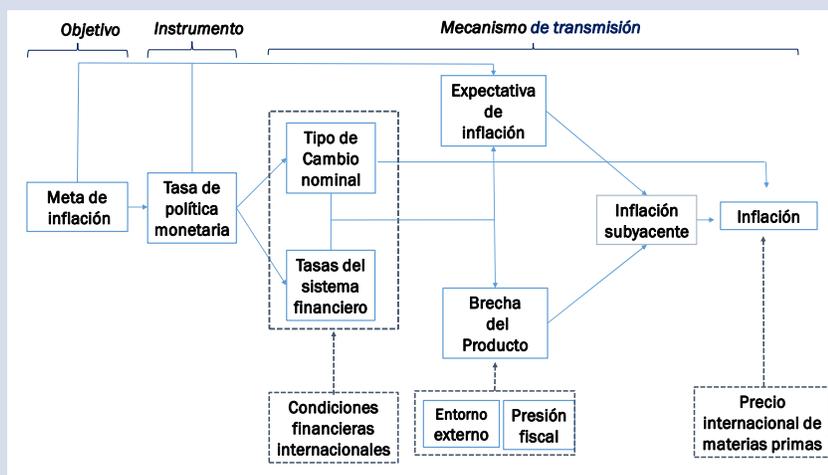
Acorde con este marco analítico, la política monetaria se implementa de tal forma que, cuando se detecte algún riesgo de que la inflación se ubique por encima o por debajo de la meta de inflación (establecida por el BCCR, desde el 2016, en 3,0%, con una tolerancia de ± 1 punto porcentual) en el horizonte de proyección en que la política monetaria surte efecto (normalmente 12 a 18 meses), y ese riesgo obedece a presiones persistentes de demanda (en lugar de a choques transitorios de oferta), el BCCR consideraría realizar ajustes al alza

Este modelo toma en cuenta que la economía está expuesta a choques de oferta, como variaciones en el precio de materias primas en el mercado internacional (hidrocarburos o alimentos, entre otras), los cuales eventualmente podrían ocasionar desvíos transitorios de la inflación meta. Dado que estos desvíos no responden a condiciones monetarias, el Banco Central podría decidir no ajustar su TPM si concluye que esos choques de oferta no generan efectos de segunda ronda. Para valorar el impacto de esos choques, el modelo da seguimiento tanto a la inflación medida con el Índice de Precios al Consumidor como a la inflación subyacente.

Dado lo anterior, en todo momento el BCCR analiza un conjunto de indicadores y la mejor proyección disponible de las variables macroeconómicas que afectan directa o indirectamente la inflación. La decisión sobre modificaciones en la TPM se realiza de manera prospectiva, con base en el análisis de la evolución esperada de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos. Este análisis se resume en el Diagrama 4.1.

¹ Las variaciones cambiarias afectan la inflación directamente (por su impacto sobre los precios de los bienes importados) y vía su impacto en las expectativas de inflación. La teoría económica y la evidencia internacional indican que, en el tanto se fortalezca la credibilidad en la política monetaria, y las expectativas inflacionarias se anclen, el efecto traspaso tiende a perder importancia.

Diagrama 4.1: Mecanismos de transmisión en el modelo macroeconómico



Recuadro 5. Corredor asimétrico de tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez

Como parte del proceso de migración, gradual y ordenada, a un esquema monetario de metas de inflación, el 1.º de junio de 2011 la Junta Directiva del Banco Central¹ aprobó una nueva estrategia de control monetario, que buscó consolidar la TPM como instrumento de política monetaria, y así influir sobre los principales determinantes macroeconómicos de la inflación.

En este contexto, redefinió la TPM como el indicador de referencia para conducir el costo de las negociaciones a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), dentro de un corredor formado por las tasas de interés de las facilidades permanentes de crédito (FPC) y de depósito (FPD). En esa oportunidad estableció que la tasa de la facilidad permanente de crédito fuera la TPM más 100 p.b., y la tasa de la facilidad permanente de depósito fuera TPM menos 100 p.b. Es decir, estableció un corredor simétrico de ± 100 p.b. con respecto a la TPM.

Con la implementación del corredor, el Banco Central buscó reducir la volatilidad de las tasas de interés de muy corto plazo, aspecto crítico para que las señales de política monetaria, enviadas mediante cambios en la TPM, se reflejen en la estructura de tasas de interés de los instrumentos financieros en el mercado local. Esto es, una menor volatilidad mejora la efectividad de las señales de política monetaria².

Como se aprecia en el Gráfico 5.1, con la adopción del corredor, la volatilidad de las tasas de interés interbancarias disminuyó significativamente. No obstante, aún hay espacio para mejorar el efecto de transmisión, pues la evidencia señala que³: i) es lento (tarda entre 8 y 12 meses para trasladarse a las tasas del sistema financiero) y diferenciado entre instrumentos financieros; ii) es incompleto; y iii) es asimétrico; esto es, los ajustes en TPM se transmiten con mayor intensidad a las tasas pasivas que a las activas y los aumentos se transmiten más rápidamente que las reducciones.

Gráfico 5.1. Tasa de interés promedio ponderada a un día plazo en el MIL

En porcentajes y sin negociaciones del Banco Central



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Desde entonces, el Banco Central ha aplicado un corredor simétrico la mayor parte del tiempo⁴, lo cual es coherente con la intención de que las facilidades permanentes sean de uso residuales.

En el 2019, la Junta Directiva redujo la tasa de encaje mínimo legal y de reserva de liquidez para las operaciones en moneda nacional, de 15% a 12%, con vigencia a partir del 16 de junio (artículo 9, del acta de la sesión 5879-2019). La medida buscó generar mayor disponibilidad de recursos prestables en colones y reducir el costo de captación en moneda nacional para las entidades financieras. Todo ello con el propósito de crear condiciones crediticias que apoyaran la inversión y el consumo, y de esta forma el proceso de recuperación económica. No obstante, estos recursos no se tradujeron en una mejora significativa de las condiciones crediticias, sino en un excedente de liquidez del sistema financiero que se mantiene depositado en el Banco Central.

El excedente de liquidez se manifestó en la posición deudora neta del Banco Central (Gráfico 5.2), la cual, desde la entrada en vigencia de la medida y hasta el 31 de diciembre de 2019, alcanzó un saldo promedio de $\text{¢}347$ mil millones.

¹ Artículo 6 del acta de la sesión 5499-2011.

² Esquivel, M. (2018). Transmisión de la tasa de política monetaria a los mercados de dinero en Costa Rica. Documento de Trabajo N° 01-2018, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

³ Barquero, J. y Mora, D. (2014). El efecto traspaso de la tasa de interés de los instrumentos del Banco Central en Costa Rica hacia las tasas de interés del sistema financiero. Documento de Trabajo N° 01-2014, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

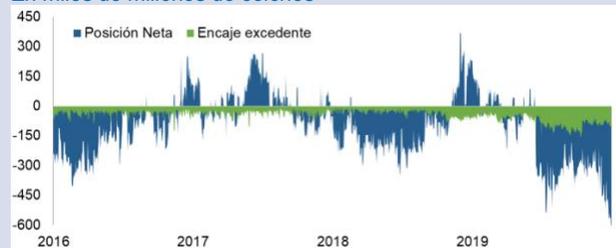
⁴ Entre el 8 de junio y el 29 de noviembre del 2017 se aplicó un corredor asimétrico (de -0,75 p.b. y +125 p.b. con respecto a la TPM), con el objetivo de desincentivar el uso de la FPC en una coyuntura de tensiones en el mercado cambiario.

⁵ Gray, Simon y Talbot, N. (2006). Operaciones monetarias. CEMLA.

Históricamente se ha observado que en períodos extensos de altos excedentes de liquidez, con una amplia utilización de la FPD, la tasa de interés interbancaria no refleja adecuadamente el costo de la liquidez, debilitando el traspaso de las señales de política monetaria.

Gráfico 5.2. Posición neta del Banco Central y encaje excedente

En miles de millones de colones



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En este contexto, y con el fin de mejorar la efectividad de la política monetaria, la Junta Directiva decidió establecer un corredor de tasas de interés asimétrico en el MIL a partir del 30 de enero del año en curso. En línea con lo anterior, la tasa de interés para la FPD se ubicará 150 p.b. por debajo de la TPM y la de la FPC 50 p.b. por encima de la TPM.

Este corredor de tasas de interés asimétrico en el MIL incrementa el costo de oportunidad de mantener recursos depositados en la facilidad de depósito para los intermediarios financieros, lo que se espera estimule el uso alternativo de los recursos y así complemente las acciones adoptadas en procura de apoyar el proceso de recuperación económica.

Aunado a lo anterior, un corredor asimétrico podría propiciar un mayor volumen de negociaciones entre los intermediarios financieros en el MIL, lo que incrementaría la relevancia de la tasa interbancaria y favorecería el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En particular, estas acciones fortalecen la efectividad de la tasa de interés de las operaciones a un día plazo en el MIL entre intermediarios financieros (excluyendo las operaciones con el Banco Central) como meta operativa de la política monetaria del Banco Central.

Recuadro 6. Calendario de reuniones de política monetaria

En procura de fortalecer el compromiso con la estabilidad de precios, desde los años 90 los bancos centrales han adquirido mayor independencia de los gobiernos. Costa Rica no fue la excepción: la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) introdujo, a finales de 1995, una mayor autonomía para el Banco Central. El régimen de autonomía fue fortalecido aún más con la Ley 9670, del 28 de febrero de 2019.

El tránsito hacia una mayor independencia de los bancos centrales ha sido acompañado de una mayor transparencia¹. Ambos factores (autonomía y transparencia) son sustento de la credibilidad de un banco central, que es crítica para la transmisión de las acciones de política monetaria².

La construcción de esa credibilidad es un proceso que responde a la interacción de: i) los anuncios del banco central sobre su objetivo de política y la claridad con que explique las decisiones que toma en procura de ese objetivo; ii) las medidas de política y su coherencia con respecto al objetivo anunciado; y iii) resultados congruentes con los anuncios y las acciones adoptadas³.

Una forma de medir la credibilidad de un banco central es su capacidad para anclar las expectativas de inflación a la meta anunciada. En el caso del Banco Central de Costa Rica, el avance en ese sentido ha sido positivo. El uso de la meta como variable de referencia para la formación de las expectativas inflacionarias ha aumentado, lo cual es notorio a partir de abril de 2015.

Para consolidar la credibilidad y la transparencia del banco central, y de esa forma fortalecer la transmisión de la política monetaria, el proceso de comunicación es esencial. La función principal de la comunicación es informar al público sobre la evolución de las variables macroeconómicas y financieras y sobre las políticas que se adopten, y además contribuir a que la visión del banco central sea entendida. Se debe transmitir esa información en un lenguaje de entendimiento común para los distintos actores de la sociedad.

Como parte de los esfuerzos por fortalecer su credibilidad y transparencia, muchos bancos centrales de economías avanzadas y algunas emergentes, particularmente en aquellos países que aplican un esquema monetario de metas de inflación, anuncian anticipadamente el calendario

de sus reuniones de política monetaria.

Anunciar anticipadamente el calendario de las decisiones de política monetaria permite: i) reducir la incertidumbre en los mercados financieros y contribuir a que los agentes económicos mejoren su capacidad de planeación (pueden prepararse ante eventuales cambios en la tasa de política monetaria); (ii) fortalecer de esa manera la formación de expectativas de mercado y la transmisión anticipada de señales de política monetaria; y iii) mejorar la comunicación del banco central con el público.

¹ Existe consenso en que más información sobre las acciones de política monetaria reduce la incertidumbre de los agentes económicos sobre el comportamiento futuro de los precios. Ello facilita la planeación de sus decisiones y mejora el entendimiento de lo que el banco central puede o no hacer.

² Existen riesgos provenientes del contexto internacional y local que, de materializarse, provocan desvíos de la inflación con respecto a la meta. El desvío podría prolongarse más allá de la duración del choque que le originó, pero, si la meta es creíble, las expectativas de inflación permanecerán alineadas a ella.

³ Para un mayor detalle, ver el documento Adopción del esquema de meta de inflación en Costa Rica ([Documento de Trabajo 001-2018](#), Banco Central de Costa Rica).

5

Análisis de riesgos

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incorporan la mejor información disponible hasta enero de 2020. 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.

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

a. Menor crecimiento de la economía mundial

La presente programación macroeconómica considera un crecimiento de la economía mundial de 3,3% y 3,4% para el 2020 y 2021, respectivamente; y de 2,0% y 1,7%, en su orden, para los Estados Unidos.

De acuerdo con el FMI, en el corto plazo existen significativos riesgos a la baja del pronóstico base de crecimiento económico mundial. Esos riesgos incluyen la posibilidad de un escenario de recrudescimiento de las tensiones comerciales y geopolíticas, una mayor pérdida de dinamismo económico en las economías británica y europea como consecuencia del *brexit*, y mercados financieros donde la aversión al riesgo implicaría un endurecimiento de las condiciones financieras.

De materializarse un crecimiento de los socios comerciales del país menor al considerado en este ejercicio (ya de por sí menor al del 2019), la economía costarricense enfrentaría una menor demanda externa que, de no ser compensada por la demanda interna, incidiría negativamente sobre la actividad económica nacional. En particular, el BCCR estima que ante un choque adverso que reduzca el crecimiento económico de EUA en un punto porcentual, el crecimiento económico de Costa Rica se reduciría en 0,30 p.p. en el mismo trimestre (contemporáneo)⁴⁸.

⁴⁸ El FMI estima un impacto más fuerte. En su informe "Perspectivas económicas: las Américas" de octubre de 2019, el FMI estima que una caída temporal de 1 p.p. en el crecimiento de Estados Unidos disminuiría el crecimiento de Costa Rica en 0,47 p.p. Este impacto se daría por tres canales: comercio, precios de las materias primas y flujos financieros.

Lo anterior llevaría a una brecha del producto aún más amplia de lo estimado en el modelo macroeconómico para los próximos trimestres, con lo cual se fortalecerían las fuerzas desinflacionarias y como consecuencia, la inflación podría ubicarse por debajo del valor central proyectado.

b. Choques en los precios internacionales de las materias primas

Las proyecciones del modelo macroeconómico para el 2020 incorporan, respecto del 2019, aumentos en los precios de granos básicos importados (maíz 5,6% y trigo 8,6%) y en el cóctel de hidrocarburos (2,3%).

En este último caso, se consideró la información de precios de contratos de futuros del WTI disponible en Bloomberg hasta el 22 de enero de 2020 (promedio de los 30 días que concluyen ese día). Se reconoce que esta variable es altamente volátil, pues su trayectoria reacciona con rapidez ante eventos de diversa índole (consideraciones de demanda, conflictos geopolíticos, tensiones comerciales, condiciones financieras y factores climáticos, por ejemplo).

A la fecha de aprobación de este Programa, los riesgos que podrían afectar la trayectoria de esta variable se considera están balanceados. El deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial y la mayor producción de crudo por parte de Estados Unidos apoyarían la baja de este precio. No obstante, podrían presionar al alza los acuerdos de recorte a la producción por parte de la OPEP (y sus socios) y las tensiones entre EUA e Irán.

Un aumento en el precio del petróleo disminuiría los términos de intercambio y el ingreso disponible, y de esa forma afectaría negativamente el crecimiento económico. Por otra parte, un aumento en el precio del petróleo tendría un impacto al alza en la inflación, pero el efecto neto sobre esa variable sería parcialmente compensado por el menor crecimiento económico y una brecha de producto más negativa. En particular:

- Cada punto porcentual de aumento en el precio del petróleo se estima afecta la inflación en 0,023 p.p., luego de 4 trimestres.
- Por cada punto porcentual de desmejora en los términos de intercambio, el crecimiento económico se reduciría en 0,17 p.p. en un año.
- Un aumento de *USD*10 en el precio del barril de hidrocarburos implica un incremento en la factura petrolera de *USD*198 millones, lo que generaría un incremento en el déficit de cuenta corriente equivalente a 0,33% del PIB (según las proyecciones consideradas en este ejercicio).

c. Intensificación en el corto plazo del conflicto político en Nicaragua.

Si bien este riesgo parece haberse reducido, la intensificación de ese conflicto en el corto plazo afectaría negativamente los flujos de comercio con Centroamérica, con efectos a la baja sobre el crecimiento económico nacional. Lo anterior llevaría a una brecha de producto aún más negativa que la estimada en este ejercicio y a un mayor efecto desinflacionario, con lo cual la inflación podría ubicarse por debajo de lo proyectado para el 2020.

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 (ver Programa Macroeconómico 2019-2020, página 19).

Por otra parte, los principales riesgos internos en el horizonte de pronóstico están relacionados con⁴⁹:

a. Deterioro de las finanzas del Gobierno Central en relación con lo proyectado.

La aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas en diciembre de 2018 constituyó un paso firme hacia la solución estructural del desequilibrio fiscal. Sin embargo, déficits fiscales significativamente por encima de las proyecciones del Ministerio de Hacienda podrían manifestarse en una pérdida de confianza por parte de los agentes económicos, nacionales y extranjeros, y por ende, en presiones al alza sobre las tasas de interés locales, con un efecto neto negativo sobre la demanda agregada. Como consecuencia, se generarían presiones a la baja sobre la inflación y aumentaría la probabilidad de que ésta se ubique por debajo de lo previsto. Este efecto podría ser mitigado por eventuales presiones cambiarias que resultaren del aumento en la prima por riesgo del país.

⁴⁹ Uno de los riesgos considerados en el Programa Macroeconómico 2019-2020 (de enero de 2019) y su revisión en julio de 2019 estaba referido a las tensiones sociales alrededor de las reformas estructurales planteadas por el Gobierno y que podrían desencadenar huelgas, con una probable afectación de los servicios públicos y un efecto adverso sobre el crecimiento del PIB. Se indicó que ese impacto dependería de su alcance y duración.

La presente valoración de riesgos no considera este elemento toda vez que se estima que, la “Ley para brindar seguridad jurídica sobre las huelgas y sus procedimientos”⁴⁹ (Ley N° 9808) mitiga ese riesgo. Esta ley, que entra a regir el 5 de febrero de 2020, declara ilegales las huelgas en los servicios públicos esenciales cuya suspensión o paralización pueda causar daño significativo a los derechos a la vida, la salud y la seguridad pública. Asimismo, suspende el pago de los salarios de los trabajadores que participen en estos movimientos.

b. Acceso limitado a financiamiento externo del Gobierno Central.

La programación macroeconómica para 2020-2021 consideró el ingreso de recursos provenientes de créditos multilaterales para apoyo presupuestario por un total de *USD* 2.280 millones en el bienio.

Si bien el Poder Ejecutivo ha avanzado en las negociaciones con los potenciales acreedores, estas operaciones aún no cuentan, por el momento, con la aprobación legislativa. En ausencia de estos recursos de apoyo presupuestario, el financiamiento requerido deberá atenderse en el mercado local, lo que presionaría al alza las tasas de interés y desplazaría al sector privado del crédito del sistema financiero.

c. Niveles de confianza de consumidores y empresarios.

Si bien los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios mostraron mejoras en el cuarto trimestre de 2019, permanecen en “niveles pesimistas”.

Un deterioro (mejora) de estos indicadores afectaría las decisiones de consumo e inversión, con impactos negativos (positivos) sobre la actividad económica. Esta situación favorecería (reduciría) la persistencia de fuerzas desinflacionarias por la vía de la brecha del producto.

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

Los choques climáticos tienen un impacto negativo sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, entre otros, y afectan el crecimiento de la economía. De materializarse esos choques, podría ampliarse aún más la brecha del producto, con consecuencias desinflacionarias, pero éstas podrían ser compensadas (temporalmente) por el alza en los precios de bienes agrícolas resultante de esos choques climáticos.

El BCCR estima que el impacto de choques climáticos sobre la producción es negativo y estadísticamente significativo, aun cuando su magnitud es baja y asimétrica. De manera puntual, la investigación “Efectos macroeconómicos del fenómeno El Niño en Costa Rica” (León, 2017), concluye que la elasticidad de la brecha de producción ante cambios “climáticos conjuntos” (Niño y Niña) es -0,1 p.p.

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

La proyección sobre el comportamiento de la inversión pública se basa en la programación de proyectos de inversión de 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.

Un menor avance en ejecución podría llevar a una reducción de la inversión pública, 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 p.p.

6

Anexos

6.1. Seguimiento de los riesgos al PM 2020-2021

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
Externos:		
Crecimiento menor de la economía mundial	Por ejemplo, por agudización de las tensiones comerciales o geopolíticas, o por una mayor pérdida de dinamismo económico en las economías británica y europea como consecuencia de 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.
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 ₅₀ (economías desarrolladas y emergentes). Mercado de futuros de la Bolsa de Chicago. Índice de volatilidad del precio del petróleo (OVX).
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). Estadísticas de comercio exterior.
Internos:		
Deterioro de las finanzas del Gobierno Central más allá de lo proyectado	Déficits fiscales por encima de los proyectados y un menor acceso del Gobierno a financiamiento externo multilateral o vía colocación de bonos de deuda externa presionarían al alza las tasas de interés locales, con un impacto negativo sobre la actividad económica (brecha del producto más negativa), lo que generaría presión desinflacionaria. También existe el riesgo de que genere presiones sobre el mercado cambiario (tipo de	Principales indicadores fiscales (día 20 de cada mes). Proyección del flujo de caja del Gobierno Central. Índice global diversificado de mercados emergentes (Embigd) para Costa Rica. Programación financiera del Ministerio de Hacienda.

	cambio y expectativas cambiarias), con implicaciones inflacionarias.	
Acceso limitado a financiamiento externo del Gobierno Central	No tener acceso a los créditos de apoyo presupuestario implicaría mayores presiones sobre el mercado financiero local, mayores tasas de interés y un desplazamiento del sector privado en el crédito del sistema financiero.	Coordinación con funcionarios del Poder Ejecutivo para dar seguimiento al estado de estas operaciones.
Niveles de confianza de consumidores y empresarios	De prolongarse o acentuarse los bajos niveles de confianza actuales, se afectarían las decisiones de consumo e inversión, con consecuencias desfavorables sobre la actividad económica (brecha de producto más negativa), lo cual generaría presión desinflacionaria.	Encuesta de Confianza de los Consumidores, Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica. 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. Índice de confianza sobre la actividad económica (ICAE), que elabora el BCCR.
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 temporalmente 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.
Menor ejecución de obra pública	Una sub-ejecución de obra pública con respecto a lo previsto incidiría negativamente sobre el crecimiento económico.	Consultas a entidades públicas sobre el grado de avance en planes de inversión para determinar si hay desvíos (informes con periodicidad trimestral). Ministerio de Planificación (informes trimestrales de avance de obra de proyectos en el Plan Nacional de Desarrollo). Ministerio de Hacienda (Crédito Público le da seguimiento a los proyectos con financiamiento externo).

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

6.2. Anexo estadístico

Cuadro A. 1. PIB por componentes de gasto (referencia 2012)

Variación porcentual interanual

	2019		Aportes p.p.		Diferencia p.p.
	PM 2020-2021	REV-PM 2019-2020	PM 2020-2021	REV-PM 2019-2020	
Producto Interno Bruto (1+2-3)	2,1	2,2	2,1	2,2	-0,1
1 Demanda interna	1,3	1,4	1,3	1,4	-0,1
a. Consumo de hogares	1,6	1,6	1,0	1,0	
b. Consumo de gobierno	4,9	3,9	0,8	0,7	0,1
c. Inversión privada	-4,6	-4,4	-0,6	-0,6	
d. Inversión pública	-12,2	-4,4	-0,5	-0,2	-0,3
e. Variación de Inventarios (% PIB)	2,7	1,9	0,6	0,5	0,1
2 Exportaciones	2,5	4,2	0,9	1,4	-0,5
Bienes	1,4	4,3	0,3	0,8	-0,5
Servicios	4,0	4,1	0,6	0,6	
3 Importaciones	0,2	1,9	-0,1	-0,6	0,5
Bienes	-1,2	1,4	0,3	-0,4	0,7
Servicios	6,0	4,0	-0,4	-0,2	-0,2

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 2. Indicadores de empleo y desempleo

	Población de 15 años o más	Fuerza de trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasas en porcentajes						
					Neta de participación	Neta de participación Promedio (I-III)	Desempleo abierto	Subempleo	Subutilización	Ocupación	Ocupación Promedio (I-III)
I 2018	3.870.882	2.233.793	2.004.711	229.082	57,7		10,3	7,2	17,5	51,8	
II	3.882.834	2.365.177	2.160.036	205.141	60,9		8,7	9,0	17,7	55,6	
III	3.894.902	2.380.368	2.138.140	242.228	61,1	59,9	10,2	9,4	19,6	54,9	54,1
IV	3.910.428	2.459.237	2.165.323	293.914	62,9		12,0	9,0	21,0	55,4	
I 2019	3.922.857	2.448.045	2.171.766	276.279	62,4		11,3	8,6	19,9	55,4	
II	3.936.704	2.478.775	2.183.195	295.580	63,0		11,9	10,3	22,2	55,5	
III	3.951.379	2.440.721	2.162.613	278.108	61,8	62,4	11,4	11,6	23,0	54,7	55,2

Nota: Cantidad de personas. La población en condición de actividad se refiere a las personas de 15 años o más.

Definición de tasas (%)

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

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

Tasa de desempleo abierto: Desocupados / Fuerza de trabajo

Tasa de subempleo: Ocupados con subempleo / Ocupados

Tasa de subutilización: suma de las tasas del desempleo abierto y el subempleo

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

Cuadro A. 3. Balanza de Pagos*Millones de USD y porcentaje del PIB*

	2018	2019	% PIB	
			2018	2019
I Cuenta corriente	-1.999	-1.515	-3,3	-2,5
A. Bienes	-5.255	-4.681	-8,7	-7,6
Exportaciones FOB	11.474	11.613	18,9	18,8
Importaciones CIF	16.729	16.294	27,6	26,4
Hidrocarburos	1.605	1.576	2,7	2,6
B. Servicios	6.055	6.244	10,0	10,1
Viajes	2.791	2.907	4,6	4,7
C. Ingreso primario	-3.262	-3.572	-5,4	-5,8
D. Ingreso secundario	463	494	0,8	0,8
II Cuenta de capital	31	32	0,1	0,1
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.968	-1.483	-3,2	-2,4
III Cuenta financiera	-2.358	-2.876	-3,9	-4,7
Sector público	-705	-777	-1,2	-1,3
Sector privado	-1.653	-2.099	-2,7	-3,4
Pasivos de inversión directa	-2.764	-2.507	-4,6	-4,1
IV Activos de reserva	390	1.393		
Saldo de activos de reserva	7.501	8.937	12,4	14,5

Nota: Cifras preliminares para 2019

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 4. Agregados monetarios y crédito al sector privado*Variación porcentual interanual*

	Medio circulante ampliado ²			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares ³	Total ⁴	Colones	Dólares ³	Total ⁴	Colones	Dólares ³	Total ⁴	Colones	Dólares ³	Total ⁴
2018												
I semestre	3,0	4,4	3,5	8,7	4,1	7,0	8,9	10,6	9,4	9,0	0,3	5,3
II semestre	6,7	5,2	6,1	5,0	3,0	4,3	8,1	8,0	8,1	6,0	1,5	4,2
Anual												
Promedio	4,9	4,8	4,8	6,9	3,6	5,6	8,5	9,3	8,7	7,5	0,9	4,7
A diciembre	5,4	5,7	5,5	3,0	2,8	2,9	7,0	8,1	7,3	6,3	-0,6	3,5
2019												
I semestre	4,9	3,0	4,1	3,7	3,2	3,5	6,6	10,8	7,8	6,1	-2,7	2,6
II semestre	7,9	4,1	6,4	4,7	3,5	4,3	6,3	12,1	8,0	4,1	-3,9	0,9
Anual												
Promedio	6,4	3,6	5,3	4,2	3,4	3,9	6,4	11,4	7,9	5,1	-3,3	1,7
A diciembre	13,3	8,9	11,6	7,2	3,6	6,0	7,1	9,4	7,8	3,1	-2,9	0,8

Nota: Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y crédito y Caja de Ande.

2/ Incluye numerario en poder del público, y depósitos (colones y dólares) de: cuentas corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

3/ Expresado en dólares estadounidenses.

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 5. Principales variables internacionales*En porcentajes*

	Promedio 2014-18	2018	2019 ^{1/}	Proyecciones	
				2020	2021
Crecimiento del producto					
Mundial	3,6	3,6	2,9	3,3	3,4
Economías avanzadas	2,2	2,2	1,7	1,6	1,6
Estados Unidos	2,5	2,9	2,3	2,0	1,7
Zona del euro	2,0	1,9	1,2	1,3	1,4
Mercados emergentes y en desarrollo	4,6	4,5	3,7	4,4	4,6
China	6,9	6,6	6,1	6,0	5,8
América Latina y Caribe	0,7	1,2	0,1	1,6	2,3
Brasil	-0,8	1,3	1,2	2,2	2,3
Costa Rica ^{5/}	3,6	2,7	2,1	2,5	3,0
Socios comerciales, promedio ^{2/}	2,7	2,4	2,0	2,1	2,0
Inflación mundial (IPC) (a diciembre)	3,1	3,6	3,4	3,6	3,5
Economías avanzadas	1,2	2,0	1,4	1,7	1,9
Mercados emergentes y en desarrollo	4,5	4,8	5,1	4,6	4,5
Socios comerciales, promedio ^{3/}	2,0	2,6	2,2	2,7	2,7
Precio del petróleo (USD) ^{4/}	66,1	77,8	71,1	72,7	68,4
Variación %	-4,8	22,1	-8,7	2,3	-6,0
Términos de intercambio	1,4	-2,8	1,0	1,0	1,3
Libor 6 meses (a diciembre)	1,7	2,9	1,9	1,5	1,5

1/ Estimaciones.

2/ Ponderado por los flujos de exportación acumulados (ponderaciones móviles).

3/ Ponderada por el peso relativo de las importaciones en 2019.

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 30 días) más un margen de USD 16 por barril (diferencia histórica entre el precio del crudo y del valor de producto terminado).

5/ Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Fondo Monetario Internacional (octubre de 2019 y enero de 2020) y Bloomberg.

Cuadro A. 6. PIB por componentes del gasto, en volumen*Variación interanual en porcentajes*

	Promedio 2014-18	Variación (%)			Aporte (p.p.)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto (1+2-3)	3,6	2,1	2,5	3,0	2,1	2,5	3,0
Demanda interna	3,4	1,3	2,4	3,1	1,3	2,4	3,1
a. Consumo privado	3,7	1,6	2,4	3,0	1,0	1,5	1,9
b. Consumo de gobierno	2,2	4,9	1,2	0,8	0,8	0,2	0,1
c. Inversión (FBKF)	2,3	-6,4	2,9	4,9	-1,1	0,5	0,8
<i>Inversión privada</i>	3,7	-4,6	4,1	4,5	-0,6	0,5	0,6
<i>Inversión pública</i>	-1,4	-12,2	-1,6	6,4	-0,5	0,0	0,2
d. Variación inventarios (% PIB)	0,4	2,6	1,9	2,2	0,6	0,2	0,3
Exportaciones	5,1	2,7	3,8	3,3	0,9	1,3	1,1
Bienes	5,2	1,7	4,0	3,5	0,3	0,8	0,7
Servicios	5,2	4,1	3,6	3,1	0,6	0,5	0,4
Importaciones	4,5	0,2	3,6	3,8	-0,1	-1,2	-1,2
Bienes	3,3	-1,2	3,6	3,7	0,3	-0,9	-0,9
Servicios	10,4	6,0	3,6	4,2	-0,4	-0,3	-0,3
Ingreso disponible bruto real	3,6	2,0	2,5	3,1			
Ingreso disponible personal bruto real	3,9	1,8	2,5	3,0			
Términos de intercambio	1,4	1,0	1,0	1,3			

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 7. PIB y valor agregado por industria*Variación interanual en porcentajes*

	Promedio 2014-18	Variación (%)			Aporte (p.p.)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Producto Interno Bruto real	3,6	2,1	2,5	3,0	2,1	2,5	3,0
Agricultura, silvicultura y pesca	1,9	-1,2	2,8	3,0	-0,1	0,1	0,1
Manufactura	1,2	1,9	3,1	3,8	0,2	0,4	0,5
Construcción	2,8	-10,7	-0,9	2,8	-0,5	0,0	0,1
Comercio	3,3	-0,6	1,1	1,8	-0,1	0,1	0,2
Transporte y almacenamiento	3,5	2,3	2,7	2,4	0,1	0,1	0,1
Información y comunicaciones	9,6	6,1	7,1	4,6	0,3	0,4	0,2
Activ. financieras y seguros	8,8	3,7	4,5	5,2	0,2	0,2	0,3
Servicios empresariales	6,6	4,2	3,2	3,5	0,5	0,4	0,4
Enseñanza y salud	2,1	5,7	1,7	1,9	0,8	0,3	0,3
Resto ^{*/}	3,1	1,8	2,0	2,7	0,7	0,5	0,8

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 8. Cuadro A.8. Balanza de Pagos*Millones de USD y porcentajes del PIB*

	2019	2020	2021
I Cuenta corriente	-1.515	-1.461	-1.512
A. Bienes	-4.681	-4.705	-4.679
Exportaciones FOB	11.613	12.243	12.863
Importaciones CIF	16.294	16.948	17.542
Hidrocarburos	1.576	1.582	1.485
B. Servicios	6.244	6.621	6.869
Viajes	2.907	3.129	3.253
C. Ingreso primario	-3.572	-3.880	-4.213
D. Ingreso secundario	494	502	510
II Cuenta de capital	32	33	34
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.483	-1.428	-1.478
III Cuenta financiera	-2.876	-1.163	-1.685
Sector público	-777	80	-399
Sector privado	-2.099	-1.244	-1.286
Pasivos de inversión directa	-2.507	-2.618	-2.704
IV Activos de reserva	1.393	-265	207
Relaciones respecto al PIB			
Endeudamiento neto	-2,4	-2,2	-2,2
Cuenta corriente	-2,5	-2,2	-2,2
Cuenta de bienes	-7,6	-7,2	-6,9
Balance de servicios	10,1	10,1	10,1
Balance de ingreso primario	-5,8	-5,9	-6,2
Cuenta financiera	-4,7	-1,8	-2,5
Pasivos de inversión directa	-4,1	-4,0	-4,0
Saldo activos de reserva	14,5	13,2	13,0

Nota: Cifras preliminares para 2019 y proyecciones para 2020-2021.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro A. 9. Resultado financiero del Gobierno Central*Millones de colones y porcentajes del PIB*

	2018	2019	2020	2021
Ingresos totales	4.956.655	5.356.148	5.776.048	6.573.076
% PIB	14,2	14,8	15,1	16,1
Ingresos tributarios	4.567.132	4.889.569	5.406.543	5.868.411
% PIB	13,1	13,5	14,1	14,4
Gastos totales	6.995.167	7.880.404	8.052.669	8.905.175
% PIB	20,0	21,7	21,0	21,9
Gastos corrientes	6.514.735	7.129.672	7.377.632	8.012.340
% PIB	18,6	19,7	19,3	19,7
Gastos corrientes primarios (sin Intereses)	5.286.024	5.612.418	5.592.638	5.993.203
% PIB	15,1	15,5	14,6	14,7
Intereses	1.228.710	1.517.254	1.784.994	2.019.138
% PIB	3,5	4,2	4,7	5,0
Gastos de capital	479.519	718.825	671.591	889.389
% PIB	1,4	2,0	1,8	2,2
Resultado primario	-809.801	-1.007.001	-491.628	-312.961
% PIB	-2,3	-2,8	-1,3	-0,8
Resultado financiero	-2.038.512	-2.524.255	-2.276.621	-2.332.099
% PIB	-5,8	-7,0	-5,9	-5,7
Deuda total (% PIB) ^{2/}	53,2	58,5	61,0	62,6

Nota: Proyecciones para 2020-2021.

2/ Estimaciones del Modelo de Sostenibilidad Fiscal del BCCR.

Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.