



---

## **Informe Macroeconómico de Costa Rica**

**Junio 2018**

---

Fecha de elaboración: Setiembre 2018

## Contenido

1. Balance y perspectivas .....	1
2. Situación Internacional.....	1
3. Actividad Económica .....	2
4. Comercio Exterior.....	4
5. Inversión Extranjera Directa .....	4
6. Finanzas Públicas.....	5
7. Agregados monetarios, tasas de interés y tipo de cambio.....	6
8. Inflación y Ocupación .....	7
9. Calificación de Riesgo Soberano.....	8
10. Bibliografía .....	9

La mayoría de la información está a junio 2018; sin embargo, a la fecha de realización de este informe hay información que no está disponible para dicho corte de información. En estos casos, se toma en consideración el último dato disponible.

### 1. Balance y perspectivas

Según cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI<sup>1</sup>), se estima que el crecimiento del producto mundial en 2017 fue de 3,7%. Por su parte, se proyecta que el crecimiento mundial para 2018 y 2019 será de 3,9%, en respuesta al impulso que ha tenido la actividad económica mundial y el impacto que se prevé tengan los cambios de la política tributaria en Estados Unidos recientemente aprobados. Cabe mencionar, que se espera que el crecimiento sea menos uniforme entre países según lo proyectado anteriormente, ya que la tasa de expansión parece haber tocado máximos en algunas grandes economías y el crecimiento no está tan sincronizado.

Específicamente, en América Latina y el Caribe se espera un crecimiento de 1,6% en 2018 y 2,6% en 2019.

Según el Banco Mundial, se estima que 2018 será el primer año, desde la crisis financiera, en el que la economía mundial funcionará cerca de su plena capacidad. Consideran necesario que los responsables de diseñar políticas económicas y sociales miren más allá de los instrumentos monetarios y fiscales que se utilizan para estimular el crecimiento en el corto plazo y analicen la implementación de iniciativas que permitan impulsarlo en el largo plazo.

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional: Perspectivas de la economía mundial: Actualización de las proyecciones centrales. Enero 2018

En el caso de Costa Rica, según datos del Banco Central (BCCR), el crecimiento económico del país, medido mediante el PIB real se estima sea de 3,2% en 2018 y 3,4% en el 2019, reduciéndose con respecto a lo proyectado en el Programa Macroeconómico 2018-2019. Las proyecciones apuntan a que la expansión de la producción sería sustentada por el gasto interno y, en menor medida, por la expansión de la demanda externa de bienes y servicios.

La persistente situación fiscal que presenta el país llevó a rebajas de la calificación soberana a inicios de año, lo que amenaza con encarecer el costo del fondeo tanto a nivel externo como interno, y por tanto, afectar la estabilidad macroeconómica del país.

Lo anterior, aunado a la incertidumbre que conlleva la aprobación del Proyecto de Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas y los movimientos de huelga de los sindicatos, es por lo que las compañías calificadoras internacionales podrían generar nuevas rebajas en la calificación de riesgo del país antes de finalizar el 2018.

### 2. Situación Internacional

Según estima el FMI, el producto mundial aumentó 3,7% en 2017. El repunte del crecimiento fue generalizado y más marcado en países de Europa y Asia. Sin embargo, el mejoramiento en países como Argentina, Brasil, Rusia y Nigeria, a medida que dichas economías superan la recesión, explica un tercio del aumento en la tasa de crecimiento interanual mundial en 2017.

Por su parte, la proyección del crecimiento mundial para 2018 y 2019 es de 3,9%, lo que refleja el impulso que ha tenido la actividad económica mundial y el impacto que se prevé tengan los cambios de la política tributaria en Estados Unidos. Cabe mencionar que se espera que el crecimiento sea menos uniforme entre países según lo proyectado anteriormente, ya que la tasa de expansión parece haber tocado máximos en algunas grandes economías y el crecimiento no está tan sincronizado.

Entre las economías avanzadas, se están ampliando las divergencias del crecimiento entre Estados Unidos por un lado y Europa y Japón por el otro. El crecimiento también es cada vez más desigual entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, como consecuencia de la influencia combinada del avance de los precios del petróleo, el aumento de las rentabilidades en Estados Unidos, el cambio de actitud de los

mercados frente al recrudescimiento de las tensiones comerciales y la incertidumbre en el ámbito político y en torno a las políticas económicas en el plano interno. Aunque las condiciones de financiamiento siguen siendo favorables en términos generales, estos factores han desalentado la entrada de capitales, encarecido el financiamiento y comprimido los tipos de cambio, sobre todo en los países con fundamentos económicos más débiles o riesgos políticos más agudos.

Los aumentos de los aranceles anunciados por Estados Unidos y las represalias de los socios comerciales han incrementado la probabilidad de medidas comerciales crecientes y sostenidas. Eso podría descarrilar la recuperación y empañar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo, tanto a través del impacto directo en la asignación de recursos y la productividad como debido al recrudescimiento de la incertidumbre y el daño a la inversión.

Las perspectivas mundiales están determinadas por los siguientes factores, a saber:

- En el caso de Estados Unidos, el pronóstico de crecimiento es de 2,9% en 2018 y de 2,7% en 2019. El sustancial estímulo fiscal, sumado a una demanda final privada vigorosa, empujará el producto por encima del potencial y la tasa de desempleo por debajo de niveles desconocidos en los últimos 50 años, agudizando las presiones inflacionarias. Las importaciones probablemente repunten, gracias a la vigorización de la demanda interna, ahondando el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y ensanchando los desequilibrios excesivos mundiales.
- En la zona euro, el crecimiento disminuiría poco a poco, de 2,4% en 2017 a 2,2% en 2018 y a 1,9% en 2019. El pronóstico de crecimiento en 2018 ha sido revisado a la baja en el caso de Alemania y Francia, después de que la actividad se debilitara más de lo esperado en el primer trimestre, así como en Italia.
- El pronóstico de crecimiento de Japón también ha sido revisado a la baja, a 1,0% en 2018 tras una contracción en el primer trimestre 2018 atribuible a la debilidad de la inversión y el consumo privado. Se prevé que la economía se afiance en lo que queda del año y entrado 2019, gracias a la reactivación del consumo privado, la demanda externa y la inversión.
- En las economías emergentes y en desarrollo de Asia, se prevé un desempeño constantemente vigoroso, con un crecimiento de 6,5% en 2018–2019. Se proyecta que el crecimiento de China se moderará de 6,9% en 2017 a 6,6% en 2018 y 6,4% en 2019, a medida que las regulaciones enfríen el sector financiero y la demanda externa

disminuya. En India, la tasa de crecimiento subiría de 6,7% en 2017 a 7,3% en 2018 y 7,5% en 2019.

- En las economías emergentes y en desarrollo de Europa, el crecimiento se moderaría de 5,9% en 2017 a 4,3% en 2018 y luego a 3,6% en 2019. Las condiciones financieras son menos favorables en algunas economías con fuertes déficits externos.
- En el caso de América Latina, se proyecta que el crecimiento experimentará un ligero aumento, de 1,3% en 2017 a 1,6% en 2018 y 2,6% en 2019. Aunque el alza de los precios de las materias primas continúa brindando respaldo a los exportadores de la región, el empañamiento de las perspectivas refleja la complicación del panorama para grandes economías, debido a la contracción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas (Argentina); los persistentes efectos de las huelgas y la incertidumbre política (Brasil); y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno (México). Las perspectivas de Venezuela, que está sufriendo un colapso drástico en la actividad y una crisis humanitaria, se revisaron nuevamente a la baja a pesar del repunte de los precios del petróleo, ya que la producción disminuyó con fuerza.
- Los exportadores de petróleo de la región de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán se han beneficiado de la mejora de las perspectivas de los precios, pero el panorama sigue siendo frágil para los países importadores. Se prevé que el crecimiento se fortalezca de 2,2% en 2017 a 3,5% en 2018 y luego a 3,9% en 2019.

### 3. Actividad Económica

El Producto Interno Bruto (PIB) presentó, durante el primer semestre 2018, un crecimiento interanual real de 3,1%<sup>2</sup>; cifra inferior en 0,6 p.p a la tasa registrada al mismo período del año anterior.

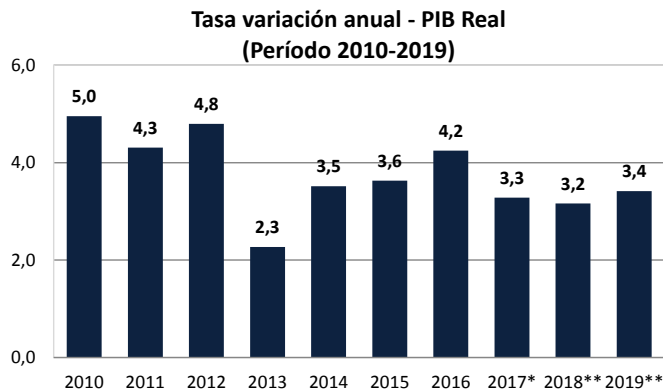
Por el lado del gasto, en el primer semestre de 2018 la mayor contribución al PIB real provino de la demanda interna, a su vez que la demanda externa desaceleró. En la demanda interna (2,4%) la mayor contribución provino del gasto final de los hogares, seguido por el consumo del Gobierno General y la formación bruta de capital; en ese orden aportaron 2,0 p.p., 0,3 p.p. y 0,1 p.p.

El consumo de los hogares aumentó 2,9%, valor inferior en 0,2 p.p. al registrado en 2017, lo anterior explicado en buena medida, a la menor compra de bienes de origen importado, de servicios financieros, comidas y bebidas fuera del hogar. Ello es

<sup>2</sup> Cifras preliminares Programa Macroeconómico 2018-2019.

congruente con la disminución en los términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso disponible, además del menor crecimiento del crédito para consumo.

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



\*Cifras preliminares  
\*\* Cifras proyectadas 2018 y 2019  
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

Por componentes de la oferta, con excepción de las actividades inmobiliaria, información, comunicaciones, construcción, enseñanza y salud, el resto de industrias desaceleró el ritmo de expansión.

Detallando; los servicios profesionales, y de apoyo a empresas crecieron en 4,5% (7,6% en 2017). Información y comunicaciones subieron 5,0% (4,8% en 2017), principalmente por servicio de celular e internet. La actividad inmobiliaria creció 2,1% (1,5% en 2017) impulsada por la tenencia de vivienda propia y otro tipo de alquiler de bienes inmuebles. Comercio y reparación de vehículos registraron 2,4% (3,5% en 2017), ante la menor venta de vehículos, comportamiento en el que pudo haber influido expectativas de mayores tasas de interés y tipo de cambio.

Los servicios financieros y seguros crecieron 4,3% (7,5% en 2017). Condiciones financieras más restrictivas pudieron incidir en el menor dinamismo en la colocación de crédito, depósitos a la vista e ingresos por comisiones. La industria manufacturera creció 3,1% (3,4% en 2017) debido a la mayor actividad y exportaciones de empresas adscritas a los regímenes especiales relacionados con la venta de equipo e implementos médicos, frutas, legumbres y hortalizas en conserva. Por su parte, la actividad agropecuaria creció 1,7% (5,5% en 2017), favorecida por la evolución positiva pero moderada de productos dirigidos al exterior (piña, sandía y melón) con excepción de banano que

fue afectado negativamente por condiciones climáticas de los primeros meses del año.

La industria de la construcción creció 3,3% (1,7% en 2017), debido principalmente a la recuperación de obra constructiva en edificaciones comerciales y naves industriales y, en menor medida, en obras residenciales; además, incidió el incremento en obras con destino público.



\* Cifras preliminares  
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

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

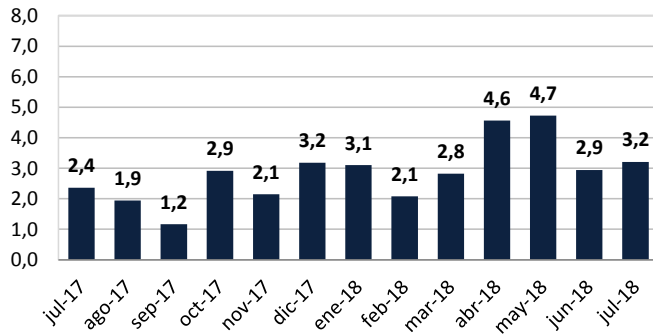
Las proyecciones apuntan a que la expansión de la producción sería sustentada por el gasto interno y, en menor medida, por la expansión de la demanda externa de bienes y servicios.

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

Congruente con el comportamiento observado anteriormente, la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) presentó en junio 2018 variaciones interanual y media de 2,9% y 3,4%, respectivamente. Todas las actividades

económicas presentaron tasas interanuales positivas, siendo las actividades de construcción, manufactura y servicios profesionales y científicos los que presentaron mayor dinamismo. Destacó, la significativa recuperación de la construcción, situación que se presenta desde marzo 2018. En efecto, luego de 10 meses de contracción sostenida, esta actividad repuntó debido al avance en obras para uso comercial y oficinas con destino privado.

**Evolución del indicador IMAE  
Variación Interanual**



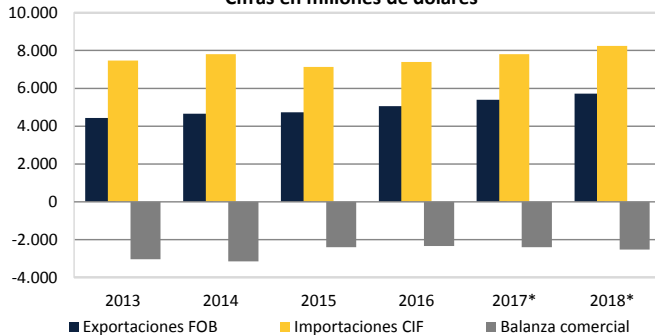
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

#### 4. Comercio Exterior

A junio 2018, las exportaciones sumaron un total de \$5.719,26 millones, aumentando en 6% con respecto al monto registrado en el mismo período del año anterior. Las importaciones fueron por \$8.240,62 millones, registrando una variación interanual de 6%.

Debido a que históricamente, las importaciones son mayores que las exportaciones, el país obtiene una balanza comercial negativa que alcanza los \$2.521,40, la cual aumenta en 5% con respecto a junio 2017 y representa cerca del 4,2% del PIB estimado para el 2018.

**Balanza comercial a junio de cada año  
Cifras en millones de dólares**



\* Cifras preliminares

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

El comportamiento de las exportaciones estuvo relacionado con la mayor demanda externa por productos manufacturados

del régimen especial, particularmente, equipo e implementos médicos. A lo anterior se sumó la evolución positiva en las ventas de empresas del régimen definitivo dedicadas al cultivo de piña y productos manufacturados como pilas, baterías y llantas.

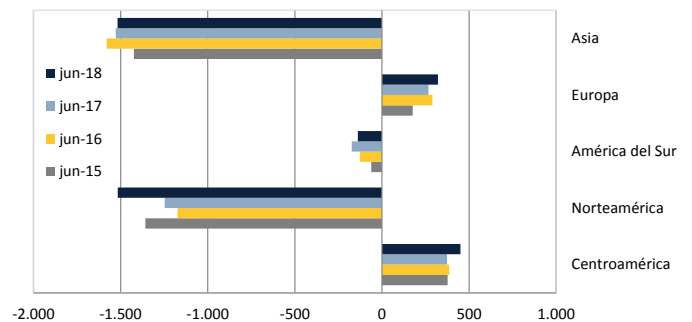
La variación de las exportaciones, aunque positiva, presenta una moderación en el crecimiento trimestral (7,4% y 4,2% en el primer y segundo trimestre, respectivamente), en lo que influyó, la menor venta de banano y azúcar, así como el efecto adverso de la situación política en Nicaragua sobre las ventas hacia el mercado de Centroamérica.

Por destino de las exportaciones, destacó el dinamismo en las colocaciones al mercado asiático (41,3%), en especial de equipo e implementos médicos, lo que implicó el incremento de 1,7 p.p. en su participación relativa dentro del total (6,5% desde 4,8% en 2017).

Por su parte, el comportamiento de las importaciones estuvo determinado por la evolución de la factura petrolera y la adquisición de insumos para las industrias metalúrgica, química y farmacéutica, así como materiales de construcción.

Particularmente, la factura petrolera ascendió a \$826,3 millones, superior en 22,9% en relación con igual período del año previo, resultado de una mayor cotización media de los hidrocarburos (\$78,15, contra \$60,4 un año antes) y de la disminución de 5% en la cantidad de barriles (principalmente gasolina).

**Saldo de la balanza comercial por región  
acumulada a junio de cada año  
cifras en millones de dólares**



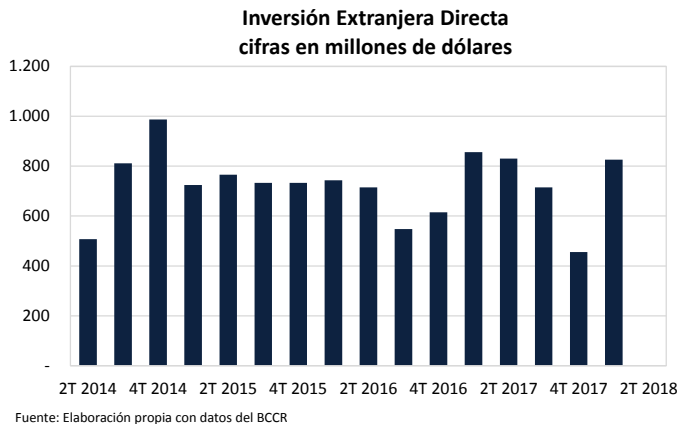
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

#### 5. Inversión Extranjera Directa

La Inversión Extranjera Directa (IED) ha sido uno de los factores que ha impulsado el crecimiento económico del Costa Rica. Existen diversos efectos positivos de la IED sobre la economía como son: formación de capital, creación de empleos,

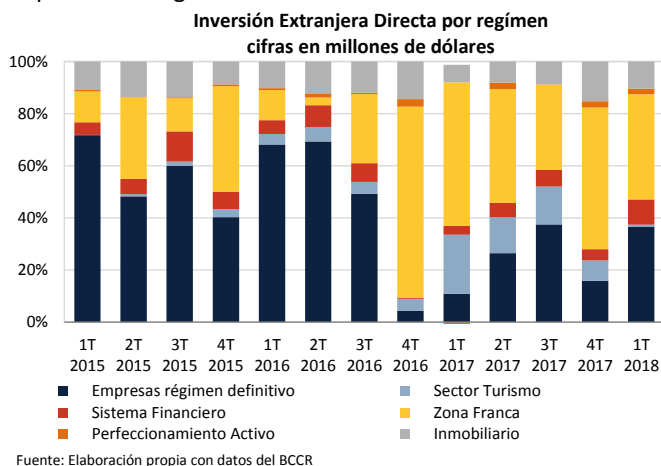
competitividad empresarial, capacitación técnica, transferencia de tecnología. Asimismo, en Costa Rica la IED ha sido un factor importante para financiar los desequilibrios de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos.

La evolución de la IED en Costa Rica ha presentado variaciones importantes relacionadas con ingreso de capitales canalizados hacia inversiones en proyectos puntuales. Según datos del BCCR, al cierre de junio 2018 se contabilizaba un total de \$1.515 millones por concepto de inversión extranjera directa.



Por país de origen, la IED está relativamente concentrada, pues la inversión que se origina en América del Norte, ha sido históricamente la más importante; seguido por las inversiones que provienen de Europa y Centroamérica.

Por régimen, con datos a marzo 2018 se puede observar que la IED se concentra en Zona Franca (40% de participación) seguido de Empresas con Régimen Definitivo (37% de participación); siendo los anteriores los más representativos. Cabe destacar que en los últimos tres años ha aumentado la participación de la IED en Zona Franca y se ha dado una reducción en las Empresas de Régimen Definitivo.



Si bien es cierto, la Inversión Extranjera Directa continúa registrando cifras importantes, las cuales cubren una buena parte del déficit de cuenta corriente, se aprecia que en los últimos años hay una fuerte tendencia al estancamiento, luego de muchos años de un alto crecimiento. Lo anterior pone en evidencia la necesidad de impulsar políticas públicas que promuevan la competitividad del país, especialmente en las áreas de infraestructura, educación y tecnología.

## 6. Finanzas Públicas

Al junio 2018, según cifras preliminares del BCCR, el Sector Público Global Reducido acumuló un déficit financiero de 2,4% del PIB, superior en 0,3 p.p. al registrado al mismo período del 2017. Dicho resultado estuvo determinado, principalmente, por el deterioro en las finanzas del Gobierno Central.

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

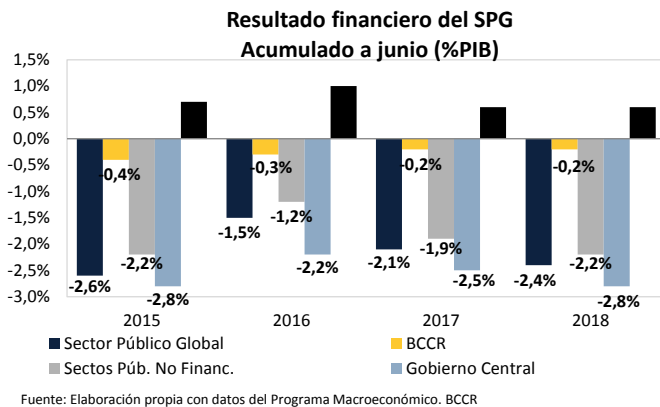
El crecimiento en el gasto gubernamental fue explicado por el servicio de intereses (20,1%), transferencias corrientes (6,8%) y remuneraciones (5,8%). En el pago de intereses destacó el servicio por deuda interna (23,8%), mientras que en las transferencias corrientes resaltaron aquellas giradas al sector público, mientras que en las remuneraciones sobresalió el pago en horas extras (26,5%) y anualidades (5,6%). En contraste, los gastos de capital cayeron 14,3%.

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

El déficit financiero del Banco Central (metodología cuentas monetarias) a junio 2018 fue de €67.216 millones equivalente a un 0,2% del PIB, monto similar al observado 12 meses atrás y al estimado en la programación macroeconómica de enero de este año.

El resto del sector público no financiero reducido, según cifras preliminares, acumuló durante este período superávit

financiero de 0,6% del PIB, ligeramente superior al registrado un año antes, principalmente, por la mejora en las finanzas de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) y el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) .



De la mano con un déficit financiero recurrente, el saldo de la deuda pública continuó su trayectoria creciente y a junio 2018 contabilizó un total de €23,0 billones, representando el 66,6% del PIB, mostrando un incremento de 4,1 p.p. con respecto a junio del año anterior.

En particular, la razón de deuda del Gobierno Central a PIB se ubicó en 49,8% (45,8% a junio 2017). La Tesorería Nacional atendió sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación neta de bonos de deuda en el mercado interno, en mayor medida, en el sector privado y entidades públicas, lo que ha generado presiones al alza sobre las tasas de interés locales.

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

A finales de febrero 2018, el plenario de la Asamblea Legislativa aprobó tramitar por vía rápida la reforma de impuestos propuesta por el gobierno en el proyecto de Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas. La falta de consenso entre los entes involucrados ha hecho que la aprobación del proyecto de ley no se haya dado aún, lo que ha generado una gran incertidumbre en el país y ha acelerado el inicio de una crisis fiscal que puede impactar negativamente a los diferentes sectores productivos del país y a sus agentes económicos.

El proyecto de Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas pretendía impactar el déficit fiscal en un porcentaje equivalente a 1,9% del Producto Interno Bruto (PIB) en un inicio; no

obstante, tras las modificaciones que se han hecho, dicho porcentaje se ha reducido a alrededor de 1,2%, debilitando el objetivo inicial del proyecto.

Entre los puntos que plantea el Proyecto se encuentra convertir el impuesto sobre las ventas en el impuesto al valor agregado (IVA), para gravar con una tasa del 13% más bienes y servicios que en la actualidad están exentos. De igual forma, busca reformar el impuesto sobre la renta y hacer algunas modificaciones para gestionar de mejor manera el gasto del Gobierno destinado al pago de remuneraciones del sector público; lo anterior entre otra medidas que se plantean.

El pasado 25 de setiembre, la Junta Directiva del BCCR acordó la adquisición de Letras del Tesoro del Ministerio de Hacienda por un total de €498.000 millones. Tal como lo comunicó la Presidencia de la República, se trata de una medida extraordinaria a raíz de la difícil situación fiscal que enfrenta el país. Según lo comunicó el Presidente del Banco Central, las Letras del tesoro se financiarán con una inyección de liquidez (emitir dinero), no obstante, dado el plazo al que estaría colocado, no se espera tenga efectos inflacionarios.

La Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica contempla el mecanismo de Letras del Tesoro en el artículo 52 y establece que la tasa de interés de este instrumento no puede ser menor a la Tasa Básica Pasiva (TBP), además, el monto máximo a comprar deberá ser equivalente al 5% del presupuesto nacional. En línea con estas disposiciones legales, las Letras del Tesoro tendrán un plazo de noventa días y una tasa de interés equivalente a la tasa básica pasiva (5,75%).

Según lo comentó la Ministra de Hacienda, la emisión de Letras del Tesoro permitirá al Gobierno financiarse en forma ordenada en los siguientes meses y reducir la presión sobre el mercado financiero y las tasas de interés.

## 7. Agregados monetarios, tasas de interés y tipo de cambio

En el primer semestre de 2018, los agregados monetarios y crediticios se desaceleraron con respecto al mismo período del año anterior, especialmente el crédito al sector privado. En el comportamiento del crédito al sector privado influyó el aumento en las tasas de interés, internas y externas, así como la incertidumbre causada primero por el proceso electoral que se resolvió luego del primer trimestre del año y, más recientemente, por la falta de solución al problema estructural de las finanzas públicas.

Por moneda, el crédito ha mostrado una desaceleración mayor en operaciones denominadas en moneda extranjera, lo que se atribuye no solo al aumento en tasas de interés sino también al proceso de internalización del riesgo cambiario por parte de deudores y acreedores. En el ahorro financiero se muestra una mayor preferencia por instrumentos en dólares a la vista, lo cual podría asociarse en alguna medida con la incertidumbre que hay en la economía.

El Banco Central reconoce que la dolarización financiera ha sido un proceso asociado, en parte, a la mayor inserción del país en los mercados internacionales. Y destaca, la vulnerabilidad del sistema financiero dada la elevada dolarización del crédito al sector privado y las bajas coberturas del riesgo cambiario.

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

En febrero 2018, la Junta Directiva del BCCR incrementó su Tasa de política monetaria (TPM), para ubicarla en 5,00%. Lo anterior implicó un ajuste acumulado de 25 p.b. La transmisión de los ajustes de la TPM al resto de tasas del sistema financiero se ha dado de manera diferenciada, en el caso de las tasas de interés pasivas no evidenciaron ajuste y por el contrario así si lo hicieron las activas. La tasa activa promedio en colones del Sistema Financiero se ubicó en junio en 16,1% (122 p.b. más que en diciembre de 2017), en tanto la Tasa básica pasiva bajó de 5,9% en junio a 5,85% el 18 de julio 2018.

Las tasas de interés del sistema financiero (activas y pasivas, en dólares y colones) registraron pocos cambios en julio y en agosto. Este hecho muestra el poco incentivo que tienen los intermediarios financieros para incrementar sus tasas de captación, dada la disponibilidad de recursos prestables que mantienen en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

Por su parte, las tasas de interés de los instrumentos de deuda pública han aumentado, como lo ha hecho también la preferencia de los ahorrantes por instrumentos de corto plazo, lo que ha ampliado el riesgo de refinanciamiento del Gobierno Central. Esta condición, aunada al anuncio en semanas recientes de la necesidad del Ministerio de Hacienda de acudir

a presupuestos extraordinarios en 2018, llevó a incrementos en el costo marginal de la deuda pública.

En julio y agosto 2018, el mercado privado de cambios (“ventanillas”) generó superávit de \$304,2 millones, que permitió atender la mayor parte de los requerimientos de divisas del sector público no bancario (SPNB) y contribuyó a la relativa estabilidad del tipo de cambio<sup>3</sup>. No obstante, desde el 17 de agosto ha habido presiones en el mercado de cambios, manifiestas en incrementos en el tipo de cambio de Monex, que son consecuentes con la regularidad que muestra este mercado y con el aumento en las expectativas de variación cambiaria observado en este mes.

El saldo de Reservas Internacionales Netas al 30 de agosto alcanzó \$7.749 millones, equivalente a 6,3 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo, 1,7 veces el saldo de la base monetaria ampliada y 12,8% del PIB estimado para 2018.

## 8. Inflación y Ocupación

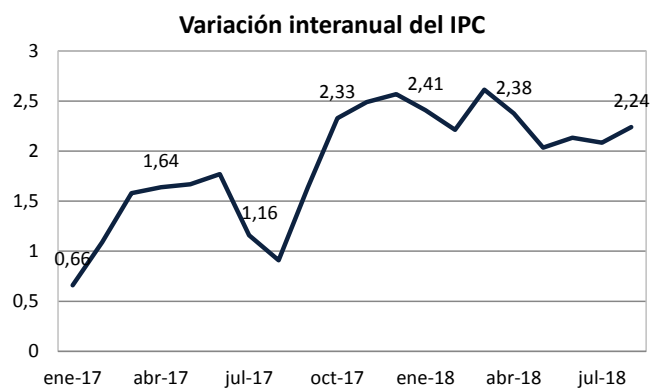
La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), continuó dentro del rango meta durante el primer semestre de 2018 ( $3\% \pm 1$  p.p.), congruente con la previsión del Banco Central en el Informe de Inflación de diciembre 2017 y en el Programa Macroeconómico 2018-2019.

La inflación general en julio 2018 fue de 2,1% interanual (igual a la de junio 2018), cerca del límite inferior del rango meta del Banco Central. La inflación subyacente (1,9% interanual) indica que no se están gestando presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación. De manera similar, el valor medio de las expectativas de inflación a 12 meses se ha mantenido en 3,5% durante los últimos 3 meses.

La Junta Directiva del Banco Central mantiene para el 2018 la meta de inflación interanual en 3% con un rango de tolerancia de  $\pm 1$  p.p. Con lo anterior el Banco Central mantiene su compromiso con la estabilidad interna del colón.

<sup>3</sup> En Monex este precio ascendió a c\$569,04 el 20 de agosto, con una variación interanual de -1,0% y acumulada de -0,2%

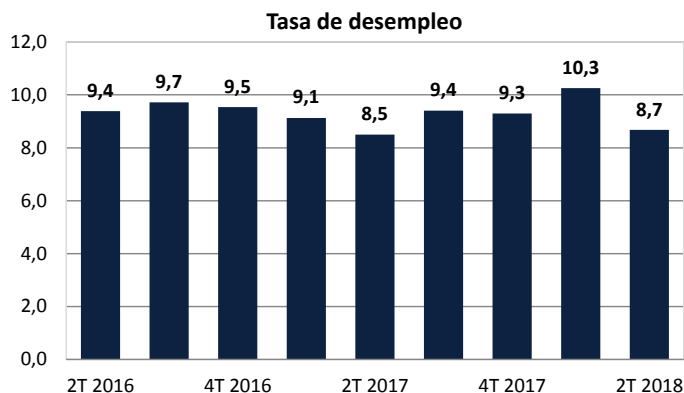




Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

Con respecto al mercado laboral, en forma coherente con el impulso en la actividad económica en el segundo trimestre 2018, la tasa de desempleo disminuyó a 8,7% al cierre de junio 2018 (10,3% a marzo 2018). Las industrias en las que más subió la ocupación fueron construcción, manufactura y transporte y almacenamiento, mientras que la mayor baja se observó en el sector comercio.

Por rama de actividad económica, aquellas que ocupan mayor cantidad de personas son, comercio, agricultura, ganadería, silvicultura y pesca y la industria manufacturera, manteniendo sus participaciones muy cercanas a lo registrado un año atrás.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

## 9. Calificación de Riesgo Soberano

A continuación se presentan las calificaciones soberanas que se le han otorgado al Gobierno de Costa Rica por las principales agencias internacionales; calificaciones que han sido actualizadas en febrero 2018.

Calificación de Deuda Soberana de Largo Plazo en Moneda Extranjera				
Calificadora	Anterior		Actual	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
<b>Moody's</b>	Ba1	Estable	Ba2	Negativa
<b>Standard &amp; Poors</b>	BB-	Negativa	BB-	Negativa

Tal como se detalla en el cuadro anterior, Standard & Poor's confirma la calificación en BB- y mantiene la perspectiva en Negativa, por su parte, Moody's, reduce la calificación de Ba1 a Ba2 y mantiene la perspectiva en Negativa.

La baja en las calificaciones y perspectivas continúan reflejando la situación del alto déficit fiscal y especialmente la incapacidad de aplicar acciones correctivas en el corto y mediano plazo.

Entre los factores positivos que destacan las agencias están los siguientes:

- El Gobierno de Costa Rica cuenta con un sistema político estable.
- Desarrollo social relativamente alto.
- Las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo son favorables.
- Crecimiento sostenido de IED y exportaciones no tradicionales, así como la oferta de mano de obra calificada.
- La diversificación de la economía de Costa Rica la hace más resistente que la de sus pares en la región. El cambio gradual en su perfil económico ha sostenido el crecimiento y contribuido a la estabilidad macroeconómica del país.

Por su parte, los factores negativos que destacan las agencias y explican el por qué se le ha reducido la calificación en el último año, están los siguientes:

- El continuo debilitamiento del perfil fiscal de Costa Rica, que se refleja en la creciente carga de la deuda pública y en el persistente déficit fiscal, el cual fue del 5,7% del PIB en 2017.
- La falta de consenso político para implementar medidas para reducir el déficit fiscal, asimismo las consecuencias macroeconómicas adversas del deterioro fiscal podrían aumentar la susceptibilidad de la economía nacional ante shocks externos.
- Aunado a lo anterior, el ingreso de recursos frescos a las arcas del estado es muy limitado y asociado a un crecimiento económico a tasas bajas.
- Erosión fiscal en los últimos años, con mayores déficits presupuestarios y una carga de deuda pública en aumento.

- Las mayores tasas de interés internacionales podrían dar por resultado una mayor vulnerabilidad de la balanza de pagos.

Además del imperante déficit fiscal que aqueja al país, las calificadoras de riesgo internacionales tomaron en consideración la incertidumbre alrededor de las elecciones presidenciales de inicios de año.

En segundo ronda se disputaron las presidencias Fabricio Alvarado del Partido Restauración Nacional (PRN) y Carlos Alvarado del partido oficialista Partido Acción Ciudadana (PAC). El ganador fue el representante del partido oficialista, asimismo, como resultado de la primera ronda se eligió una Asamblea Legislativa bastante fragmentada.

Dado lo anterior, las calificadoras internacionales han expresado que la calificación de riesgo soberana podría bajar nuevamente a finales del 2018 si la nueva administración en el poder no aborda rápidamente la situación fiscal del país.

Las calificadoras de riesgo plantean retos importantes para asegurar la estabilidad económica del país, entre ellos, la situación fiscal y la aprobación de una reforma fiscal en el corto plazo, así como la continuidad de la política económica y la aceleración de la inversión en infraestructura pública, entre otros desafíos.

## 10. Bibliografía

Banco Central de Costa Rica. (2018). Revisión del Programa macroeconómico 2087-2019. San José: BCCR.

Banco Central de Costa Rica. (Setiembre 2018). Comentario sobre la economía nacional. No 08-2018. San José: BCCR.

Banco Central de Costa Rica. (Julio 2018). Comentario sobre la economía nacional. No 07-2018. San José: BCCR.

Banco Central de Costa Rica. (Agosto 2018). Informe Mensual de Coyuntura Económica. San José: BCCR.

Comunicado de Prensa Nº 2018/082/DEC (Enero 2018). La economía mundial crecerá 3,1 por ciento en 2018, pero el potencial de crecimiento futuro genera inquietud. Banco Mundial. Extraído el 08 de marzo 2018 de la página web: <http://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2018/01/09/global-economy-to-edge-up-to-3-1-percent-in-2018-but-future-potential-growth-a-concern>

El Financiero. 25 de setiembre 2018. Banco Central revive “letras del tesoro” para prestar \$498.000 millones al Gobierno, mecanismo que se utilizó en crisis de los 80. Abissi, Ma. Esther y Avendaño, Manuel. Extraído el 26 de setiembre 2018 de la página web: <https://www.elfinancierocr.com/finanzas/banco-central-revive-letras-del-tesoro-para/QRL4QCJ7OJH6DHX7XSAE6NEVOM/story/>

El Mundo CR. 25 de setiembre 2018. Ministerio de Hacienda vende \$498.000 millones en “letras del tesoro” al Banco Central. Extraído el 26 de setiembre 2018 de la página web: <https://www.elmundo.cr/ministerio-de-hacienda-vende-%C2%A2498-000-millones-en-letras-del-tesoro-al-banco-central/>

Fondo Monetario Internacional. (Julio 2018). Perspectivas de la economía mundial: Actualización de las proyecciones centrales.

Moody's. (Febrero 2017). Comunicado de Prensa “Rating Action: Moody's downgrades Costa Rica's government bond rating to Ba2, continued negative Outlook”.

Standard & Poor's Global Ratings. (Febrero 2018). Comunicado de Prensa “Costa Rica 'BB-' Long-Term Ratings Affirmed; Outlook Remains Negative As Fiscal Stance Continues To Erode”.