

San José, 28 diciembre de 2018

## La economía costarricense en el 2018

En el 2018 el Banco Central de Costa Rica condujo su política monetaria y cambiaria en un contexto de marcada incertidumbre fiscal, de desaceleración económica y de mayor volatilidad financiera, aunado a un difícil entorno externo. Con la aprobación definitiva de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas a inicios de diciembre, la incertidumbre y volatilidad domésticas se redujeron y las perspectivas mejoraron.

La incertidumbre prevaleciente este año se originó, en primera instancia, en el proceso electoral que se extendió hasta abril, y más adelante en las dificultades que se enfrentaron para lograr un acuerdo que contribuyera a restituir la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo.

Además, varios elementos externos tendieron a afectar el desempeño de la economía costarricense. Primero, el proceso gradual de normalización de la política monetaria en naciones avanzadas<sup>1</sup>. Segundo, el incremento en los precios de materias primas, principalmente de hidrocarburos<sup>2</sup> y que, en buena medida, explicó el deterioro de cerca de 3% en los términos de intercambio del país. Tercero, la disputa comercial entre China y Estados Unidos, que introdujo tensiones en los mercados financieros internacionales. Cuarto, la situación política y social en Nicaragua, que ha tenido un efecto negativo sobre el intercambio comercial de Costa Rica con el resto de la región centroamericana.

El clima de incertidumbre fiscal, los factores externos antes mencionados y, a partir de setiembre, la huelga en el sector público en contra del plan fiscal, resultaron en la postponición de decisiones de inversión y consumo y en la consecuente desaceleración económica, en la exigencia de mayores premios financieros por adquirir deuda del Gobierno, en una relativa dolarización del ahorro financiero y una marcada desaceleración en la colocación de crédito al sector privado.

Del desempeño macroeconómico sobresale lo siguiente:

1. El crecimiento económico, medido por la variación interanual de la tendencia ciclo del producto interno bruto (PIB), se desaceleró este año, y registró al tercer trimestre

---

<sup>1</sup> Por ejemplo, en el 2018 el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó el rango de su tasa de interés en 100 puntos base (p.b.), en tanto el Banco Central Europeo, si bien mantuvo su tasa de interés, comunicó el fin de su programa de compra de activos este año.

<sup>2</sup> En el 2018, en promedio, el precio del West Texas Intermediate (WTI) subió 27,4% (hasta el 21 de diciembre), a pesar de que en el cuarto trimestre bajó 14% con respecto a la media de los nueve meses previos. Similar comportamiento presentó el cóctel de hidrocarburos que importa el país, que subió 28,6% a noviembre, pero bajó 2,1% ese mes con respecto al costo acumulado hasta octubre.

una tasa de 2,1% (3,2% en igual lapso de 2017 y 2,8% como tasa media de los dos trimestres previos)<sup>3</sup>.

Según componentes del gasto, la desaceleración estuvo presente tanto en el consumo de los hogares como del Gobierno General, cuyos efectos fueron en parte compensados por el incremento en la demanda externa de bienes, particularmente de dispositivos médicos. La evolución del consumo de los hogares es coherente con el deterioro en la confianza del consumidor, el menor crecimiento del crédito al sector privado y la caída en los términos de intercambio que directamente afecta el ingreso disponible de los hogares.

Por su parte, la desaceleración en el consumo público obedeció tanto a las medidas de contención del gasto por parte del Gobierno entrante como al efecto de la paralización parcial de actividades, principalmente en educación y salud, resultante de la huelga organizada por algunas organizaciones sindicales en oposición a la reforma fiscal<sup>4</sup>. Las estimaciones disponibles a la fecha ubican el efecto negativo de estas protestas en alrededor de 0,3% del PIB en el 2018.

Así, con la información disponible a la fecha (incluyendo la estimación del efecto de la huelga y de los menores flujos de comercio hacia la región centroamericana), el Banco Central estima que el crecimiento anual del PIB este año rondará el 2,7%. Esta estimación continúa en revisión y su resultado será anunciado en enero próximo con el Programa Macroeconómico 2019-2020.

2. Al tercer trimestre las operaciones del país con el resto del mundo llevaron a un déficit acumulado en cuenta corriente equivalente a 2,2% del PIB, similar al de igual lapso del año previo.

Como ha sido característico desde el 2015, el superávit en servicios más que superó el déficit en la cuenta de bienes<sup>5</sup>, consecuente con el cambio en la estructura productiva y exportadora en favor de los servicios. De estos últimos sobresalen las ventas externas por turismo, asesoría a empresas, telecomunicaciones, informática e información.

Este déficit en cuenta corriente fue financiado con recursos de mediano y largo plazo, donde destacan aquellos provenientes de la inversión extranjera directa (IED) <sup>6</sup>. Al término del tercer trimestre los flujos de IED hacia el país acumularon el equivalente

---

<sup>3</sup> Los resultados del IMAE, indicador de corto plazo que aproxima el valor bruto de producción, han sido consecuentes con esta evolución.

<sup>4</sup> Si bien el Gobierno General atendió sus compromisos patronales (salarios, por ejemplo), al no brindarse el servicio ese gasto no agregó valor al flujo de producción. Por lo tanto, en cuentas nacionales a ese gasto corresponde tratarlo como una transferencia corriente a los hogares.

<sup>5</sup> A noviembre (preliminar) el déficit acumulado en la cuenta de bienes representó 8,0% del PIB (8,2% un año atrás). Las exportaciones crecieron 6,2% (interanual), fundamentalmente por un efecto de volumen, en tanto que las importaciones lo hicieron en un 4,9%, explicado en buena medida por un efecto precio (sobre todo de los hidrocarburos), con incidencia directa sobre el ingreso disponible de los hogares.

<sup>6</sup> Comprende nuevas inversiones, reinversión de utilidades y nuevos pasivos con la casa matriz. La IED crea vínculos de mediano plazo entre el inversionista y el país receptor, contribuye a generar empleo, impulsar exportaciones y estimular la competencia y transferencia de conocimiento y tecnología.

a 3,7% del PIB, razón similar a la registrada en igual lapso de los tres años previos (3,8%).

La relativa estabilidad de estos flujos sugiere que, a pesar de las dificultades experimentadas este año, el país continúa siendo atractivo para la inversión directa, en lo que se estima influye la calidad del recurso humano, los menores costos relativos laborales, los incentivos tributarios, el marco institucional y las coincidencias horarias con el principal socio comercial. Más de dos terceras partes de estos flujos se canalizaron a la industria manufacturera (producción de dispositivos médicos, por ejemplo) y a la provisión de servicios y, en su mayoría provinieron de Estados Unidos y de Europa.

A partir de lo anterior y con base en la información disponible, se estima que los flujos financieros al país contribuyeron a financiar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en el 2018 y permitieron una acumulación de activos de reserva en torno a 0,6% del PIB (alrededor de USD 400 millones).

3. Según cifras a noviembre, el déficit financiero del Gobierno Central fue de un 5,6% del PIB, mientras que el déficit primario (es decir, excluyendo gastos por intereses) registró un 2,3% del PIB. Un año antes, esas relaciones fueron 5,0% y 2,2%, lo que evidencia la contribución creciente del pago de intereses al deterioro de la situación fiscal. La persistencia del déficit provoca, a su vez, un incremento en la proporción de la deuda del Gobierno Central a PIB, la cual pasó de 49,0% en diciembre de 2017 a 52,8% en noviembre de este año.

La trayectoria creciente de la deuda pública y la tardanza en lograr un acuerdo político para resolver el problema estructural de las finanzas públicas introdujeron mayor incertidumbre sobre la estabilidad macroeconómica de mediano plazo, e incidieron de manera directa en la prima por riesgo de los bonos soberanos en los distintos mercados de negociación y la capacidad de la Tesorería Nacional para atender sus requerimientos en el mercado local. Parte de la tensión de estos mercados se transmitió al mercado cambiario, cuando algunos ahorrantes, como medida precautoria, ubicaron una mayor parte de su riqueza financiera en activos denominados en moneda extranjera.

Bajo este contexto, y con el fin de asegurar una presencia más ordenada del Gobierno en los mercados de deuda y de evitar dificultades de liquidez que comprometieran la estabilidad macroeconómica en el corto plazo, el 25 de setiembre el Banco Central adquirió Letras del Tesoro por casi \$499 mil millones. Por ser este un instrumento de corto plazo, su efecto monetario se consideró manejable e inmaterial en términos de los pronósticos de inflación.

En semanas recientes ha habido avances en materia fiscal. Primero, la resolución positiva de la Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia sobre el proyecto de ley Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (23 de noviembre), y su posterior aprobación en la Asamblea Legislativa (3 de diciembre, Ley 9635). En segundo término, la conclusión exitosa de varios mecanismos de financiamiento en el

mercado doméstico, incluyendo los contratos de colocación, así como el canje de deuda. Finalmente la cancelación total y por adelantado de las Letras del Tesoro el pasado 20 de diciembre.

El Banco Central estima que, de ser aplicadas estrictamente sus disposiciones, la Ley 9635 permitirá restablecer gradualmente la sostenibilidad de las finanzas públicas hacia el mediano plazo. Además, en el corto plazo, la aprobación de la Ley 9635 y las medidas complementarias para una mejor gestión del gasto público contribuyen a restaurar la confianza de ahorrantes locales y externos en la capacidad del Ministerio de Hacienda para honrar sus obligaciones y, de esta forma, permitirían el apoyo financiero necesario para que el ajuste fiscal incorporado en esa Ley se realice de manera ordenada<sup>7</sup>. La restauración de la confianza también redundará en un impulso al consumo, la inversión y el crédito, con efectos positivos sobre el crecimiento económico.

4. En materia cambiaria se identifican tres episodios a lo largo del año. Un primer semestre con relativa estabilidad, en el tanto la oferta neta de divisas por parte del sector privado permitió atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB).

Entre julio y noviembre, por otra parte, hubo fuertes tensiones cambiarias. El efecto de un mercado privado estacionalmente menos superavitario fue reforzado por varios eventos: i) el Gobierno Central pasó de ser oferente a demandante neto de divisas; ii) los precios de petróleo aumentaron (hasta octubre); iii) la incertidumbre en materia fiscal incrementó la preferencia por instrumentos financieros en moneda extranjera y; iv) la consecuente alza en el tipo de cambio y en las expectativas cambiarias aceleró la preferencia de los agentes económicos por ahorro en dólares y reforzó, de esta manera, los efectos anteriores. Así, en acato a la normativa cambiaria, el Banco Central participó con ventas de divisas por estabilización y para atender los requerimientos del SPNB. Al finalizar noviembre, el acumulado por intervención directa alcanzó *USD 415,5 millones* en el Monex y *USD 1.223,2 millones* por ventas netas al SPNB.

Esta situación tuvo un drástico cambio en lo que transcurre de diciembre (al día 26). El mercado cambiario mostró menor tensión: las ventanillas acumularon un superávit de *USD 57 millones*. Así, las presiones alcistas en el tipo de cambio han sido menores, las expectativas de variación cambiaria corrigieron a la baja y el Banco Central ha podido restituir en el mercado cambiario parte de las divisas vendidas al SPNB en meses previos. Esto último, unido a la liquidación de divisas por parte del Ministerio de Hacienda<sup>8</sup>, posibilitó reducir el faltante de divisas cubierto con las RIN

---

<sup>7</sup> Después de promulgada la Ley 9635, la agencia calificadora de deuda Moody's bajó la calificación de los bonos soberanos, de Ba2 a B1, con perspectiva negativa. De igual forma, Standard and Poor's redujo la calificación de BB- a B+, con perspectiva negativa. Ambas agencias adujeron el empeoramiento del déficit fiscal proyectado.

<sup>8</sup> El Ministerio de Hacienda vendió parte de los recursos provenientes de la colocación de deuda interna (incluidos contratos de colocación), de desembolsos de créditos externos y otros ingresos en moneda extranjera, recibidos en su mayoría en el mes de diciembre.

por operaciones del SPNB, de USD 1.223,2 millones al 30 de noviembre a USD 322,1 millones al 26 de diciembre.

Así, el nivel de RIN al 26 de diciembre último alcanzó USD 7.570 millones, USD 421 millones superior al registrado al finalizar el 2017, equivalente a 12,5% del PIB. En términos de otras métricas, ese acervo equivale a poco más de seis meses de importaciones regulares y permitiría atender 2,7 veces el saldo de las obligaciones de corto plazo con el resto del mundo y un retiro de casi 33% del saldo de la liquidez en moneda nacional del sistema financiero. Este nivel de RIN, por tanto, permitiría al país atender riesgos asociados a interrupciones súbitas en los flujos de capital, choques en términos de intercambio y, en general eventos que desencadenen presiones cambiarias excesivas.

5. En cuanto a los agregados monetarios y crediticios, éstos crecieron por debajo de lo previsto. A manera de referencia, la liquidez total y el crédito al sector privado crecieron 4,7% y 4,0%, en ese orden. Por lo tanto, desde el punto de vista monetario no se están incubando presiones inflacionarias.

A lo largo del año ha habido cambios en el plazo (ahorro) y moneda en la que los costarricenses ahorran y se endeudan. En materia de ahorro financiero, los agentes económicos mostraron preferencia por instrumentos altamente líquidos y en moneda extranjera, aunque esto último se moderó hacia finales de año. Este comportamiento es coherente con la mayor incertidumbre percibida durante el segundo semestre.

En lo que respecta al crédito al sector privado, continuó el proceso gradual de colonización iniciado en el 2004, de forma tal que al finalizar el 2018 la participación de la moneda extranjera se ubicó en torno a 40% (57% en 2004). Si bien ello guarda coherencia con la estrategia de desdolarización gradual de la economía, se reconoce que persisten riesgos para la estabilidad del sistema financiero, en el tanto alrededor del 70% de la cartera en dólares ha sido concedida a agentes económicos cuya principal fuente de ingresos es en colones.

6. Las tasas de interés de mercado mostraron un comportamiento mixto: por una parte las tasas bancarias se mantuvieron relativamente estables, dada la desaceleración en la demanda por crédito, mientras que las tasas de la deuda del Gobierno sí mostraron una tendencia al alza ante la dificultad del Ministerio de Hacienda para atender sus requerimientos en el mercado local.

Específicamente, las presiones cambiarias, el aumento en las tasas de interés en los mercados externos y las mayores necesidades de financiamiento del Gobierno requirieron de incrementos en las tasas de interés de los instrumentos de deuda pública. Como referencia, la tasa de interés de los títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda subió hasta en 217 p.b. en el 2018<sup>9</sup>, ajuste concentrado en el segundo semestre.

---

<sup>9</sup> Toma como referencia instrumentos en circulación a 10 años plazo (curva de rendimiento soberana publicada por el Banco Central).

En cuanto a la tasa de política monetaria, en el 2018 el Banco Central la aumentó en 50 p.b. (25 p.b. en febrero y 25 p.b. a partir del 1 de noviembre). En el segundo ajuste fue determinante el riesgo de que en el 2019 la inflación se ubicara por encima del rango meta, dada la presión alcista que sobre las expectativas de inflación ejerció el aumento en el tipo de cambio y en las expectativas de variación cambiaria (indicadores que luego se movieron a la baja hacia finales de año).

7. Finalmente, en noviembre la inflación general, medida con la variación de Índice de Precios al Consumidor, fue de 2,3% (en términos interanuales), y por 14 meses consecutivos ha estado contenida en el rango meta del Banco Central (de 2% a 4%). Por su parte, la inflación subyacente, variable que refleja de mejor manera las presiones inflacionarias de demanda, se ubicó en 2,1%, luego de registrar valores inferiores al rango meta por un semestre.

La información disponible a la fecha hace prever que la inflación general será cercana al 2% al finalizar el 2018.