

# REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

# 2021 / 2022

JULIO 2021

Publicado: 30 de julio del 2021  
Actualizado: 13 de agosto del 2021

### **Fe de erratas**

En la versión publicada el 13 de agosto del 2021 se realizó el siguiente ajuste:

- Cuadro A2 del Anexo: tasa de variación anual para el periodo 2021-2022  
(página99)

**REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO  
2021 / 2022**

**JULIO 2021**

Aprobado mediante artículo 8 del acta de la sesión 6015-2021, del 27 de julio de 2021.

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 julio de cada año la revisión de su programación macroeconómica. Con este documento se atiende, además, el informe económico semestral que establece el literal f) del citado artículo 14.

## **JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA**

### **Presidente**

Rodrigo Cubero Brealey

### **Ministro de Hacienda**

Elian Villegas Valverde

### **Directores**

Miguel Cantillo Simón

Silvia Charpentier Brenes

José Francisco Pacheco Jiménez

Martha Eugenia Soto Bolaños

Max Alberto Soto Jiménez (Vicepresidente)

# Contenido

<b>Presentación.....</b>	<b>1</b>
<b>Resumen .....</b>	<b>6</b>
<b>Situación macroeconómica en I semestre 2021 .....</b>	<b>18</b>
<b>1.1       Economía internacional.....</b>	<b>18</b>
<b>1.2       Economía nacional.....</b>	<b>31</b>
1.2.1   Actividad económica y empleo .....	31
1.2.2   Balanza de pagos .....	44
1.2.3   Finanzas públicas .....	47
1.2.4   Inflación .....	52
1.2.5   Política monetaria y condiciones financieras .....	60
<b>Perspectivas macroeconómicas 2021-2022.....</b>	<b>69</b>
<b>2.1       Economía internacional.....</b>	<b>69</b>
<b>2.2       Entorno externo para la economía costarricense .....</b>	<b>73</b>
<b>2.3       Economía nacional.....</b>	<b>76</b>
2.3.1   Producción e ingreso disponible.....	76
2.3.2   Balanza de pagos .....	83
2.3.3   Finanzas públicas .....	85
2.3.4   Agregados monetarios y crédito al sector privado .....	89
2.3.5   Proyección de las principales variables macroeconómicas.....	90
<b>Objetivos y medidas de política .....</b>	<b>91</b>
<b>Ánalisis de riesgos.....</b>	<b>93</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>96</b>

# Índice de gráficos

Gráfico 1. Producto interno bruto trimestral.....	19
Gráfico 2. Producto interno bruto trimestral.....	20
Gráfico 3. Indicadores de actividad económica mundial .....	21
Gráfico 4. Cantidad de casos diarios del COVID-19 en economías seleccionadas <sup>1</sup> .....	22
Gráfico 5. Dosis de vacunas administradas, índice de movilidad de Google <sup>1</sup> e índice de severidad de Oxford <sup>2</sup> .....	22
Gráfico 6. Recuperación del comercio y producción mundial en la crisis actual y la crisis financiera de 2008 <sup>1</sup> .....	23
Gráfico 7. Tasa de desempleo .....	24
Gráfico 8. Indicadores de precios .....	28
Gráfico 9. Tasa de política monetaria en algunas economías .....	29
Gráfico 10. Indicadores de mercados financieros internacionales .....	30
Gráfico 11. Producto Interno Bruto trimestral en volumen.....	31
Gráfico 12. Índice Mensual de Actividad Económica .....	35
Gráfico 13. Indicadores del mercado laboral .....	35
Gráfico 14. Población Económicamente Activa según grupos de edad .....	36
Gráfico 15. Ocupación e ingresos según formalidad.....	37
Gráfico 16. Trabajadores informales y variación del IMAE de mayo del 2021 con respecto al IMAE de febrero del 2020 por actividad económica..	38
Gráfico 17. Tasa de subutilización .....	39
Gráfico 18. Índice empleo formal por rama de actividad (Febrero 2020= 100)	39
Gráfico 19. Balanza de pagos, componentes seleccionados al primer semestre de cada año <sup>1</sup> .....	45
Gráfico 20. Resultados del Gobierno Central .....	48
Gráfico 21. Gobierno Central: Ingresos totales .....	49
Gráfico 22. Gobierno Central: Gastos totales y primarios .....	49
Gráfico 23. Gobierno Central: financiamiento neto .....	50
Gráfico 24. Índice global de mercados emergentes (EMBIG) .....	51
Gráfico 25. Gobierno Central: razón de deuda .....	51
Gráfico 26. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas .....	53
Gráfico 27. Precios al consumidor, al productor de manufactura y de materias primas .....	56
Gráfico 28. TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional <sup>1</sup> .....	61
Gráfico 29. Agregados monetarios .....	61

Gráfico 30. Premio por ahorrar en moneda nacional <sup>1/</sup> .....	62
Gráfico 31. Participación de la moneda extranjera en el ahorro.....	62
Gráfico 32. Crédito al sector privado por tipo de moneda <sup>1/</sup> .....	63
Gráfico 33. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex .....	68
Gráfico 34. Tipo de cambio nominal en algunas economías de la región <sup>1</sup> ....	68
Gráfico 35. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2021-2022 .....	69
Gráfico 36. Proyecciones de inflación para el 2021-2022.....	71
Gráfico 37. PIB real en algunos países avanzados .....	74
Gráfico 38. Índice del PIB real en algunos países latinoamericanos .....	74
Gráfico 39. Revisiones del crecimiento económico, precio de combustibles y términos de intercambio para 2021 y 2022 .....	75
Gráfico 40. Proyecciones del PIB 2021-2022, en volumen .....	76
Gráfico 41. PIB trimestral en volumen .....	77
Gráfico 42. Inversión privada.....	80
Gráfico 43. Inversión pública.....	80
Gráfico 44. Déficit de cuenta corriente por componentes <sup>1/</sup> .....	83
Gráfico 45. Balanza de pagos: componentes seleccionados <sup>1/</sup> .....	84
Gráfico 46. Gobierno Central: déficit financiero, primario e intereses.....	86
Gráfico 47. Gobierno Central: Proyección de la razón de deuda .....	86
Gráfico 48. Gobierno Central: financiamiento requerido y fuentes.....	87
Gráfico 49. Riqueza financiera (RFT) y crédito al sector privado (CSP) <sup>1/</sup> .....	89
Gráfico 50. Gráfico de abanico para la inflación general .....	91

# Índice de cuadros

Cuadro 1. Balance de riesgos de la gestión de la deuda pública.....	52
Cuadro 2. Indicadores del mercado cambiario .....	67
Cuadro 3. Créditos externos de apoyo presupuestario (CAP).....	87
Cuadro 4. Estrategia de financiamiento de mediano plazo.....	88
Cuadro 5. Principales variables macroeconómicas .....	90
Cuadro A. 1. PIB por componentes de gasto, en volumen.....	99
Cuadro A. 2. PIB por componentes del gasto, en volumen.....	99
Cuadro A. 3. PIB y valor agregado por industria, en volumen .....	100
Cuadro A. 4. PIB y valor agregado por industria, en volumen .....	100
Cuadro A. 5. Balanza de pagos semestral.....	101
Cuadro A. 6. Balanza de pagos .....	102
Cuadro A. 7. Ingresos, gastos y resultado financiero del Gobierno Central 103	
Cuadro A. 8. Agregados monetarios y crédito al sector privado <sup>1/</sup> .....	104
Cuadro A. 9. Principales variables internacionales .....	104

# Índice de recuadros

Recuadro 1. Factores que explican el incremento en los precios internacionales de las materias primas. ....	25
Recuadro 2. Evolución y estado actual de la pandemia por COVID-19 en Costa Rica. ....	40
Recuadro 3. Evolución de la inversión directa en Costa Rica y su comportamiento durante la pandemia. ....	46
Recuadro 4. Estimación del efecto base sobre la inflación. ....	54
Recuadro 5. Aumento en precios de materias primas y su impacto en Costa Rica. ....	57
Recuadro 6. Facilidad de crédito especial y temporal del Banco Central.....	64
Recuadro 7. Posibles implicaciones financieras para economías emergentes del aumento en la inflación internacional. ....	72

# Índice de figuras

<b>Figura 1.</b>	<b>Contribución al crecimiento del PIB en volumen, por componentes del gasto .....</b>	<b>78</b>
<b>Figura 2.</b>	<b>Crecimiento por actividad económica, en volumen .....</b>	<b>81</b>

# Presentación

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, me complace presentar la revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022. El documento fue preparado por la Administración del Banco Central, y discutido, comentado y aprobado por este Cuerpo Colegiado. Agradezco a los equipos técnicos que participaron en su preparación, bajo la dirección de Róger Madrigal López, Director de la División Económica, Betty Sánchez Wong, Directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Henry Vargas Campos, Director del Departamento de Estadística Macroeconómica, y Evelyn Muñoz Salas, Directora del Departamento de Investigación Económica.

En el primer semestre del 2021, la actividad económica mundial continuó condicionada por la pandemia del COVID-19. La humanidad ha avanzado en el combate de esta crisis mediante restricciones sanitarias y el despliegue de campañas de vacunación. También ha combatido, con éxito parcial, la crisis económica derivada de la pandemia, mediante la calibración de las restricciones sanitarias y el apoyo de medidas de política económica que, conjuntamente, han permitido un proceso de recuperación de la economía global desde mediados del año previo. Sin embargo, la recuperación ha transcurrido a un ritmo diferenciado entre países debido, entre otros, a las condiciones estructurales de cada economía presentes desde antes de la pandemia; la magnitud del estímulo monetario y del apoyo fiscal a las empresas y hogares; el grado de severidad de las restricciones sanitarias aplicadas; y el avance en el proceso de vacunación.

La tasa de recuperación de la economía internacional, y en especial la de nuestros principales socios comerciales, ha sido mayor a la prevista en el Programa Macroeconómico de enero de este año y en el último Informe de Política Monetaria (IPM), de abril. En particular, el repunte de la economía estadounidense, como consecuencia de un fuerte estímulo fiscal y monetario, ha sido muy vigoroso y ha llevado a sucesivas revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento de esa economía para 2021 y 2022.

En línea con ello, la economía costarricense ha mostrado una mejora sostenida en meses recientes. Así, luego de la significativa caída que presentó en el segundo trimestre del año anterior (-6,7%), la actividad económica se empezó a recuperar en la segunda mitad del 2020. Esa recuperación refleja el efecto positivo sobre la producción y la demanda agregada del repunte de la economía mundial y de la flexibilización de las medidas de confinamiento en Costa Rica.

El entorno externo claramente ha incidido en un desempeño del sector exportador este año mucho mejor al previsto. Las exportaciones de bienes, especialmente las de manufactura, han tenido un auge notable, y se encuentran ya significativamente por encima de los niveles prepandemia. Las exportaciones de servicios también han repuntado. Después de un mal primer trimestre para la actividad turística, el arribo de visitantes mejoró significativamente a partir de abril. En conjunto, el balance comercial ha sido mucho mejor en este primer semestre al que se había proyectado en nuestros informes anteriores.

Por otra parte, si bien la actividad económica agregada todavía no recupera los niveles observados previo a la pandemia, ya hay varias actividades que sí han superado ese nivel. Entre ellas se cuentan algunas industrias intensivas en empleo, como la manufactura y la construcción. El comercio, que también emplea a muchas personas, ya prácticamente recobra los niveles de febrero del 2020. Además, el impulso de la recuperación, medido por la tasa de variación trimestral de la serie desestacionalizada del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), seguía siendo vigoroso a mayo, que es el último mes disponible.

De la mano de la recuperación económica, el mercado laboral también ha venido mejorando, aunque más lentamente. La disminución en la tasa de desempleo, que había sido continua a partir del trimestre móvil a agosto del 2020, se ralentizó en los últimos meses, y de hecho tuvo dos ligeros aumentos en los trimestres a marzo y mayo. Pero la tendencia a la baja ha sido clara, y ha incidido en un aumento en el número de horas laboradas y, para el sector formal al menos (según los datos reportados a la Caja Costarricense del Seguro Social), en un aumento en los salarios promedio.

No solo la actividad económica, las exportaciones y el empleo muestran un mejor panorama. Las cifras fiscales acumuladas al primer semestre del presente año también reflejan una significativa mejora en comparación con el año anterior. Los datos acumulados a junio registran un superávit primario (es decir, una diferencia positiva entre ingresos y gastos del Gobierno Central, excluyendo el gasto por intereses) de 0,2% del PIB, que contrasta con el déficit primario de 1,4% del PIB en igual periodo del 2020. Ello permitió que el déficit financiero (que sí incluye el gasto por intereses) disminuyera de 3,7% del PIB en el primer semestre del año pasado a 2,2% este año.

La mejora en el resultado fiscal se explica, por una parte, por la aplicación estricta de la regla fiscal introducida por la Ley 9635 de diciembre del 2018 y el esfuerzo adicional de las autoridades para contener el gasto más allá de lo que dicta la regla. De hecho, el gasto primario y total han caído en términos interanuales, si se ajusta para aislar el efecto de incluir los órganos descentrados. Ello se ha logrado sin comprometer el gasto social prioritario. Además, ha contribuido el fuerte incremento en la recaudación de los impuestos, asociado a las reformas tributarias que introdujo la Ley 9635 y a la recuperación en la actividad económica en los últimos meses. Así, los efectos positivos de la Ley 9635 sobre los resultados fiscales empiezan a hacerse claramente visibles, y se combinan con los esfuerzos y medidas adicionales de las autoridades.

Además, una activa gestión de la deuda y la negociación de créditos externos en condiciones muy favorables ha permitido no solo contener el gasto por intereses, sino también reducir los riesgos de liquidez y refinanciamiento del Gobierno.

Por otra parte, el crédito al sector privado en moneda nacional se ha reactivado en meses recientes, en parte debido a las medidas de estímulo monetario y crediticio del Banco Central y las autoridades financieras. Y si bien el crédito total al sector privado continúa estancado, ello es porque el crédito en dólares ha mantenido una tendencia a la baja, lo que resulta en una sana desdolarización financiera, en línea con los objetivos y políticas del Banco Central.

En síntesis, el desempeño económico de nuestro país ha sido mucho mejor este año que en el 2020. A pesar de una fuerte tercera ola de la pandemia, la actividad económica se ha recuperado más fuertemente de lo previsto, el desempleo, aunque un poco más lentamente, también ha ido cediendo, las exportaciones han tenido un fuerte dinamismo, y las cifras fiscales han sido mucho mejores.

Estos resultados positivos son reflejo de la resiliencia que ha mostrado la economía nacional a lo largo de este difícil periodo de pandemia, y de las medidas que se tomaron, antes y durante la pandemia, para propiciar un mejor entorno macroeconómico. Las políticas macroeconómicas han combinado una consolidación fiscal y un fuerte estímulo monetario. En vista de la trayectoria creciente de la deuda del Gobierno Central y el impacto de la crisis sanitaria sobre el déficit fiscal, no existía espacio para adoptar un programa de estímulo fiscal que contrarrestara los efectos de la pandemia.

En ese contexto, las autoridades respondieron con responsabilidad: reconocieron el impacto severo de la crisis sobre las finanzas públicas y la necesidad de emprender un ajuste fiscal adicional al de diciembre del 2018; buscaron créditos de apoyo presupuestario para sustituir deuda cara por deuda barata; y anunciaron desde inicios de la pandemia su voluntad de negociar un convenio con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para enmarcar sus políticas macroeconómicas. Dentro de la restricción que el objetivo de consolidación fiscal imponía, las autoridades otorgaron estímulos focalizados y temporales, en la forma de una moratoria tributaria, transferencias a los hogares más afectados (el Bono Proteger) y flexibilización de las cargas sociales. Además, priorizaron el gasto sanitario para la atención de la pandemia.

Por su parte, el Banco Central respondió con una política de decidido estímulo monetario para mitigar el impacto de la pandemia. A diferencia de la política fiscal, en el caso de la política monetaria sí existía y existe amplio espacio para adoptar una postura expansiva. La mejora en la actividad económica nacional se ha dado en un contexto de baja inflación. Y, aunque existen factores que podrían presionar los precios al alza, como el aumento en el precio internacional de las materias primas (en especial, el petróleo) y la mayor inflación registrada recientemente en algunos países (entre ellos Estados Unidos, nuestro principal socio comercial), los modelos macroeconómicos del Banco Central indican que en el bienio 2021-2022 la inflación se mantendría por debajo de la meta de inflación, e incluso del rango de tolerancia alrededor de esa meta ( $3\% \pm 1$  punto porcentual (p.p.)). Ello refleja la persistencia de fuerzas desinflacionarias en la economía; en particular, una amplia brecha negativa del producto y una tasa de desempleo que todavía se mantiene relativamente alta, pese al repunte de la producción. Además, las expectativas de inflación a 12 meses se han mantenido muy bajas.

Estos factores (pronósticos que sitúan a la inflación sistemáticamente por debajo de la meta y expectativas firmemente ancladas) permitieron al Banco Central profundizar la postura expansiva de su política monetaria. En concreto, con el advenimiento de la crisis sanitaria, el Banco Central redujo su Tasa de Política Monetaria (TPM) a un mínimo histórico, y apoyó esa postura con una posición de holgada liquidez agregada y con la introducción de la facilidad especial de crédito a los intermediarios financieros para que concedieran créditos en condiciones financieras favorables a los hogares y empresas más afectadas por la pandemia. Las autoridades financieras (superintendencias y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero) respondieron también con una flexibilización

de la normativa prudencial. En su conjunto, las políticas monetaria y financiera han incidido en una mejora en las condiciones crediticias para el sector privado y en un alivio inmediato, vía menores cuotas de créditos, en el flujo de caja de los hogares y las empresas.

Mirando hacia adelante, el buen comportamiento de la producción en la primera mitad del año, unido a las mejores perspectivas para la segunda, principalmente por el efecto positivo que tendría el mayor crecimiento de nuestros socios comerciales, apuntan a un desempeño de la economía para el presente año notablemente mejor a lo previsto en el IPM de abril pasado. Así, en esta revisión el Banco Central estima un crecimiento para el 2021 de 3,9%, lo cual significa un ajuste al alza de un punto porcentual con respecto a lo previsto en abril. Con este resultado, el país alcanzaría el nivel de producción trimestral previo a la pandemia en el cuarto trimestre de este año, pese a que el país, a diferencia de otros en el mundo, no pudo aplicar una política de agresivos estímulos fiscales. Asimismo, la senda del crecimiento continuaría en el próximo año, con una variación prevista en la actividad económica de 3,7% (una revisión al alza de 0,1 p.p. en relación con lo previsto en abril).

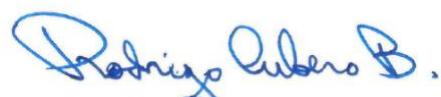
Al igual que en los últimos informes, las proyecciones de crecimiento del Banco Central se basan en dos supuestos importantes. En primer lugar, la contención de la pandemia en los ámbitos internacional y local. En segundo lugar, la aprobación en la Asamblea Legislativa de los proyectos de ley para alcanzar el ajuste fiscal que el país necesita y que se convino con el FMI. Ello incluye medidas para contener el gasto (en particular, la Ley Marco de Empleo Público), varias iniciativas de naturaleza tributaria, y la agenda complementaria de créditos de apoyo presupuestario con otros organismos multilaterales.

Los principales factores de riesgo alrededor de las proyecciones para la economía costarricense son precisamente los que tienen que ver con esos dos supuestos, y más exactamente con su materialización. En lo que respecta a la contención de la pandemia, la heterogeneidad del avance en las campañas de vacunación entre diferentes países y la aparición de nuevas mutaciones del coronavirus hacen que la evolución global de la pandemia todavía esté sujeta a una alta incertidumbre.

Por su parte, si bien los resultados fiscales en el primer semestre resultaron mejores de lo esperado, la trayectoria creciente de la deuda pública obliga a realizar esfuerzos adicionales para garantizar la sostenibilidad a mediano y largo plazo. De no aprobarse las medidas adicionales de ajuste fiscal, se proyecta que la deuda del Gobierno Central transitaría por una senda excesivamente alta por varios años, antes de alcanzar un punto de inflexión alrededor del 2026, y ello haría extremadamente difícil y costoso su financiamiento. Por lo tanto, la aprobación de las medidas de consolidación fiscal planteadas como parte del convenio con el FMI es fundamental para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas, y consecuentemente también para procurar las condiciones de confianza y estabilidad necesarias para promover el crecimiento económico.

Otros dos factores que podrían representar desafíos para nuestra economía son los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, y un retiro anticipado de los estímulos monetarios en las economías avanzadas, con efectos adversos sobre las condiciones financieras que enfrenta nuestro país. En comparación con el IPM de abril pasado, este último riesgo se ha incrementado debido al aumento de la inflación en algunos países, en especial Estados Unidos. Aunque en los mercados financieros ese aumento se ha percibido como transitorio, su eventual persistencia podría acelerar una reversión en el ciclo de la política monetaria en ese país y propiciar el aumento en las tasas de interés internacionales.

El Banco Central se mantendrá vigilante de estos riesgos. En el tanto los modelos de pronóstico señalen que la inflación va a seguir por debajo de la meta, el Banco Central mantendrá una postura monetaria expansiva y contracíclica, pero prudente y responsable, que permita apoyar, desde la esfera de sus competencias, la estabilidad macroeconómica y financiera, el crecimiento económico y la generación de empleos. En particular, mantendrá la TPM en niveles bajos (de nuevo, siempre que los pronósticos indiquen que ello no compromete la meta de inflación), inyectará liquidez en los mercados si fuera necesario para asegurar su normal funcionamiento y mantendrá la coordinación de la política macroprudencial con el Conassif y las superintendencias para afianzar la estabilidad financiera y procurar condiciones crediticias favorables.



Rodrigo Cubero Brealey  
Presidente, Banco Central de Costa Rica.

# Resumen

## Coyuntura macroeconómica en el primer semestre del 2021

### Economía internacional

1. **En el primer semestre del 2021, la actividad económica global continuó el proceso de recuperación iniciado a partir del tercer trimestre del año previo, aunque con diferencias entre países.** Esa recuperación fue impulsada, en un inicio, por el paulatino levantamiento de las medidas de restricción sanitaria y la adaptación de las economías a esas medidas y, más recientemente, por el avance en el proceso de vacunación.

En términos generales, el ajuste de la actividad económica ha sido más rápido en las economías avanzadas que en las emergentes, con excepción de China. En el primer grupo destaca Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, cuya producción registró una variación de 6,5% en el segundo trimestre del presente año (variación trimestral anualizada).

Las diferencias en el ritmo de recuperación de las distintas economías son reflejo, principalmente, de sus condiciones estructurales, la magnitud del apoyo fiscal a las empresas y hogares, el grado de severidad de las restricciones sanitarias aplicadas y el avance en las campañas de vacunación<sup>1</sup>. Además, en algunos países la recuperación se ha frenado debido a los rebrotes o nuevas olas de contagio, en especial por la aparición de nuevas variantes del virus, como la variante Delta, que son mucho más contagiosas que la variedad inicial. También ha afectado la fatiga de las personas en el acatamiento de las medidas personales de protección e higiene (distanciamiento, uso de mascarillas y lavado de manos) y en el acatamiento de las restricciones mismas. Por estas razones, las autoridades sanitarias han tenido que retomar las medidas restrictivas en forma intermitente para reducir la propagación del virus y la saturación hospitalaria.

2. **Pese a la recuperación económica, la tasa de desempleo en muchos países se mantiene en niveles superiores a los existentes antes de la pandemia.** El desfase entre la recuperación de la actividad económica y la del empleo se explica por varias razones, entre ellas la existencia de condiciones estructurales previas a la pandemia, como las medidas que limitan la flexibilidad en el mercado laboral. La incertidumbre también inhibe a las empresas de contratar trabajadores. Además, en algunas economías, como Estados Unidos, los subsidios otorgados a los desempleados, las responsabilidades familiares y el riesgo de contagio han desincentivado a algunos a aceptar ciertos puestos de trabajo, especialmente los de bajo salario.

---

<sup>1</sup> Para reducir la tasa de contagio y, sobre todo, la letalidad, no solo es importante la cantidad de personas vacunadas sino también la efectividad de las vacunas aplicadas.

3. **La recuperación de la demanda mundial ante el levantamiento paulatino de las medidas sanitarias, así como ciertas restricciones de oferta, llevaron a un aumento en el precio de las materias primas.** La tendencia al alza en el precio de materias primas en el mercado internacional se recoge para Costa Rica en el Índice de precios de materias primas importadas. Este indicador registra importantes cambios de tendencia en los últimos 20 años, el más reciente en mayo del 2020. Específicamente, entre abril del 2020 y junio del 2021 creció en 168%, y se situó 60% por encima del nivel medio de los últimos veinte años, influido en buena medida por la evolución del precio del petróleo.
4. **A su vez, el aumento en los precios de las materias primas, aunado a efectos base, han propiciado un repunte de la inflación en algunas economías.** Entre ellas se encuentran algunas en el continente americano, como Brasil, México y Chile. Destaca en particular el caso de Estados Unidos, donde la inflación, medida por el Índice de precios al consumidor (IPC), ascendió en junio pasado a 5,4%, la mayor tasa en 13 años. De igual modo, el Índice de precios del gasto de consumo personal, que es el indicador más utilizado en dicho país para la formulación de la política monetaria, ha mostrado una trayectoria creciente. En esa economía, además de los precios de las materias primas y los efectos base, ha incidido en el aumento de la inflación el vigor de la recuperación y presiones consecuentes de demanda agregada. Sin embargo, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen bajas.

Los organismos internacionales y los bancos centrales, incluso en Estados Unidos, señalan que este comportamiento al alza en la inflación es de naturaleza transitoria, pues obedece a efectos base y aumentos en los precios de materias primas, y no a presiones sostenidas por el lado de la demanda. No obstante, algunos factores podrían hacer más duraderos estos efectos, como su impacto sobre las expectativas inflacionarias, la existencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro, la desacumulación de ahorro forzoso (o, puesto a la inversa, la materialización de demanda acumulada) de los hogares, y el impacto de fuertes medidas de estímulo fiscal.

5. **Los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron en el primer semestre del año su postura monetaria expansiva.** Dicha postura se manifiesta en las bajas tasas de interés de referencia (algunas ubicadas alrededor de cero) y en la aplicación de medidas no convencionales para mitigar el impacto económico y financiero de esta crisis, como la compra de bonos de Gobierno y corporativos, y la introducción de facilidades de crédito. No obstante, en algunas economías emergentes, como Brasil, México y Chile, las presiones inflacionarias han llevado recientemente a sus bancos centrales a incrementar sus tasas de política monetaria.

La recuperación de la actividad económica y el repunte de la inflación llevaron a un aumento de las tasas sobre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Sin embargo, en general, la postura de política monetaria de los bancos centrales ha contenido esas presiones y ha propiciado que las tasas de interés internacionales se mantengan en niveles bajos.

Lo anterior puede ser indicio de que los mercados, al igual que los bancos centrales, han percibido el alza en la inflación como un fenómeno transitorio. No obstante, el comportamiento futuro de las tasas de interés podría ser afectado por la reacción del mercado ante los anuncios de mayor inflación o por las señales que al respecto emitan los bancos centrales.

Por su parte, los mercados accionarios mostraron, en términos generales, un comportamiento incremental en la primera parte del 2021 explicado, en parte, por la amplia liquidez, los avances en el proceso de vacunación y la mejora en las perspectivas de crecimiento económico.

## Economía nacional

1. **En línea con la evolución de la economía internacional, en lo transcurrido del 2021 la actividad económica local continuó el proceso de recuperación iniciado en la segunda parte del 2020, aunque todavía no alcanza el nivel observado antes de la pandemia.** El PIB, en su serie de tendencia ciclo, se contrajo un 2,2% en términos interanuales en el primer trimestre, pero en el segundo trimestre aumentó un 6,7%, con lo cual la producción crecería 2,1% en el primer semestre del 2021 (-5,4% en el segundo semestre del 2020).

En parte, la alta tasa de variación interanual para el segundo trimestre del año refleja efectos base; esto es, el hecho de que el punto de referencia sean los bajos niveles a que había caído la producción en iguales períodos del 2020. Para evitar estos efectos base, conviene mirar a otras estadísticas, como por ejemplo la variación en relación con niveles prepandemia, por ejemplo, febrero del 2020 para series mensuales o el último trimestre del 2019 para series trimestrales. Esas estadísticas muestran que la actividad económica, en forma agregada, aún no recupera los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, algunas actividades, como manufactura, comercio, información y comunicaciones, financieras, inmobiliarias, enseñanza y salud pública han alcanzado o superado ese nivel.

Por otra parte, la tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada del PIB fue de 5,7% en el primer trimestre de este año y de 4,6% en el segundo trimestre. Esto sugiere que la recuperación económica, aunque aún parcial, mantiene impulso.

2. **La recuperación económica refleja el efecto positivo sobre la producción y la demanda agregada del repunte en la actividad económica mundial, con el consecuente impacto positivo sobre la demanda externa, y la flexibilización de las medidas de confinamiento en Costa Rica.** También ha incidido el proceso de vacunación, que empezó a finales del 2020, y logró un avance significativo a partir de abril, conforme la cantidad de dosis recibidas por el país fue aumentando.

La inmunización ha permitido un visible descenso en la tasa de letalidad por el virus. Debido a la flexibilización de las restricciones sanitarias (a pesar de que en abril fue necesario retomar algunas medidas restrictivas) y a la creciente tasa de vacunación de la población, la movilidad de los costarricenses hacia tiendas y ocio, supermercados y lugares de trabajo ha aumentado, lo que favorece el dinamismo de la actividad económica.

Además, a la recuperación económica también ha contribuido la política monetaria expansiva y contracíclica del Banco Central y la flexibilización de la normativa prudencial por parte las autoridades financieras (superintendencias y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero) para mejorar las condiciones crediticias para el sector privado.

Por otra parte, como analizará más adelante, la recuperación económica ha sido contrarrestada parcialmente por un deterioro en los términos de intercambio, que a su vez obedece al fuerte aumento en los precios de las materias primas importadas por Costa Rica.

Por componentes del gasto, el incremento en la producción es explicado fundamentalmente por la mayor demanda externa neta, aunado a la recuperación de la inversión y el consumo internos. Por componentes de oferta, la mejora estuvo impulsada por las actividades productoras de bienes y servicios para atender principalmente la demanda externa. Según régimen de comercio, el resultado del primer semestre se explica por la recuperación del régimen definitivo y el significativo crecimiento de las empresas que operan en los regímenes especiales.

3. **La evolución positiva de la actividad económica ha propiciado una mejora en los indicadores del mercado laboral, aunque un poco más lenta.** En el trimestre móvil terminado en mayo, la tasa de desempleo se ubicó en 17,7%, 2,3 p.p. menos que el valor registrado en diciembre pasado y 6,7 p.p. por debajo del valor máximo en julio del 2020 (24,4%). Sin embargo, esta tasa todavía está 5,5 p.p. por encima de la tasa observada en el trimestre móvil a febrero del 2020, que ya de todas formas era alta.

El empleo informal sufrió una contracción mucho más profunda que el empleo formal al inicio de la pandemia, pero se recuperó en forma rápida en el segundo semestre del 2020. Sin embargo, su recuperación se ha estancado en la primera mitad del 2021, y más bien ha caído en meses recientes, con lo que la brecha al trimestre móvil a mayo en relación con los niveles observados en febrero de 2020 es mayor que para el empleo formal (14,4 p.p. contra 6 p.p., respectivamente). Lo anterior podría asociarse con el hecho de que algunas actividades económicas que concentran el empleo informal son también las que fueron más fuertemente golpeadas por la pandemia y las que han mostrado una recuperación más lenta, pues por la naturaleza de su proceso productivo tienden a ser más vulnerables a las restricciones de movilidad, como en el caso del transporte, la construcción, los hoteles y restaurantes y otras actividades de servicios.

4. **El aumento en el precio internacional de las materias primas implicó un deterioro de los términos de intercambio del país, debido a su condición de importador neto.** En particular, el precio del barril del petróleo WTI, referente para Costa Rica, aumentó 51,4% entre diciembre del 2020 y junio del 2021, con lo cual se ubicó al término de este último mes en *USD 75*. En este lapso, el índice de precios de materias primas aumentó 35,5%. De hecho, el Índice de materias primas importadas por Costa Rica se encuentra un 60% por encima de su promedio para el periodo 2000-2021. Dado lo anterior, para el 2021 se estima una caída en los términos de intercambio (relación de los precios de exportación a los precios de importación) de 4,7%, que contrasta con la ganancia de 1,6% registrada en el 2020, cuando los precios del petróleo cayeron abruptamente debido al impacto de la pandemia. Este deterioro en los términos de intercambio impacta negativamente el ingreso disponible, y con ello el consumo y la inversión. En otras palabras, la recuperación económica ha sido contrarrestada parcialmente por la desmejora en los términos de intercambio.
5. **Las exportaciones de bienes de Costa Rica aumentaron en el primer semestre del 2021, pero la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un deterioro con respecto al observado en el igual lapso del 2020.** El comportamiento de las exportaciones es coherente con la recuperación en los principales socios comerciales del país, y su crecimiento interanual a junio del 2021 combinó el dinamismo en las ventas de las empresas del régimen especial (37,8%) y del régimen definitivo (13,3%). Sin embargo, el mayor incremento en las importaciones, influido en buena medida por el significativo aumento interanual de la factura petrolera (52,2%), llevó a un déficit comercial de bienes de 2,9% del PIB, superior en 0,3 p.p. al acumulado en el primer semestre del 2020.

Ese hecho, unido a la caída de 1,1. p.p. del PIB en el superávit de servicios (explicada por la menor afluencia de turistas al país) y el mayor déficit en la cuenta de ingreso primario (0,3 p.p.), implicó un aumento en el déficit de la cuenta corriente de 1,8 p.p. del PIB en comparación con el primer semestre del año anterior.

En el primer semestre del año el país registró un ingreso neto de recursos de alrededor de 2,0% del PIB, que contrasta con la salida neta observada en igual lapso del 2020 (0,3% del PIB)<sup>2</sup>. Sin embargo, esos recursos resultaron insuficientes para financiar el resultado conjunto en la cuenta corriente y la cuenta de capital, y condujo a una reducción en los activos de reserva por *USD 69 millones* (0,1% del PIB). Al término de junio, el saldo de RIN ascendió a *USD 7.141 millones*, monto equivalente a 11,5% del PIB y a 6,3 meses de importaciones del régimen definitivo.

---

<sup>2</sup> La salida neta en el primer semestre del 2020 se explica por la cancelación anticipada por parte del BCCR del préstamo con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por *USD 625 millones* y a que los intermediarios financieros mejoraron su posición neta con no residentes en cerca de *USD 828 millones*.

En el mayor acceso (neto) a los recursos externos contribuyó el desembolso del crédito de apoyo presupuestario proveniente del Banco Mundial (BIRF) por *USD* 300 millones, y el aumento en el financiamiento externo neto al sector privado (2,3% del PIB, superior en 1,4 p.p. al de igual lapso del 2020). Este último incorpora flujos de inversión directa por el equivalente a 2,3% de PIB, 0,8 p.p. más que lo registrado un año atrás.

6. **Las cifras fiscales presentan una significativa mejora a junio del 2021<sup>3</sup> en comparación con el año anterior.** El resultado primario acumulado a junio arrojó un superávit de 0,2% del PIB, que contrasta con el déficit de 1,4% en igual periodo del año anterior. Se trata del primer superávit primario a junio en 12 años. Al incluir el gasto por intereses, el déficit financiero ascendió a 2,2% del PIB (3,7% en igual lapso del 2020).

La significativa mejora en el resultado fiscal se explica, por una parte, por la aplicación estricta de la regla fiscal introducida por la Ley 9635 de diciembre del 2018 y el esfuerzo adicional de las autoridades por contener el gasto más allá de lo que dicta la regla. De hecho, el gasto primario y total han caído en términos interanuales, si se ajusta por el efecto de inclusión de los órganos desconcentrados a partir del 2021. Además, ha contribuido el fuerte incremento en la recaudación de los impuestos, asociado a las reformas tributarias que introdujo la Ley 9635 y a la recuperación en la actividad económica en los últimos meses. Así, los efectos positivos de la Ley 9635 sobre los resultados fiscales empiezan a hacerse claramente visibles, y han sido complementados por los esfuerzos de las autoridades por contener el gasto más allá de lo que obliga la regla fiscal.

Para financiar su déficit, el Gobierno ha captado recursos en el mercado local, en mayor medida del sistema financiero. Las captaciones han sido hechas a menores tasas y a mayores plazos, lo que refleja una mayor confianza de los agentes económicos en la calidad de la deuda soberana. Los recursos captados han permitido atender sus obligaciones financieras y acumular depósitos en el Banco Central.

Los mejores resultados fiscales han permitido una notoria disminución en el ritmo de acumulación de deuda, incluso a pesar de las sustanciales colocaciones de deuda en el mercado local en el primer semestre de este año. En efecto, la razón de la deuda del GG respecto al PIB se ubicó en 70,9% en junio; esto es, 10,5 p.p. superior a lo registrado un año antes, pero apenas 3 p.p. por encima del saldo de diciembre pasado. En otras palabras, del incremento en la razón de la deuda en el último año, poco más de dos terceras partes se dieron en el segundo semestre del 2020 y menos de un tercio en el primer semestre del 2021.

---

<sup>3</sup> Para efectos de poder comparar con las cifras del 2020, los resultados financiero y primario del 2021 se ajustan por los efectos tributarios que introdujo la Ley 9635 (en particular, el cambio en el periodo de declaración del impuesto sobre la renta) y la consolidación de los órganos desconcentrados con las del Gobierno Central a partir del 2021 (Ley 9524).

7. **La inflación general y subyacente continúan bajas, a pesar del repunte observado en el segundo trimestre.** En efecto, la inflación general fue de 1,9% en junio, mientras que el promedio de indicadores de inflación subyacente se ubicó en 0,9% ese mes, en ambos casos con un ligero aumento en relación con los datos a mayo. Dicho repunte se asocia, en mayor medida, con efectos base (cuya magnitud se estima entre 0,65 p.p. y 1,2 p.p. en junio, según la metodología utilizada), el aumento en los precios de las materias primas importadas y el aumento en el tipo de cambio registrado a partir de abril del año pasado<sup>4</sup>.

Contrario al comportamiento de la inflación al consumidor, el Índice de precios al productor de la manufactura se aceleró desde el segundo semestre del 2020 (9,4% en junio del 2021 contra 2,7% en diciembre pasado), debido principalmente al incremento en el precio de algunos productos sensibles a las variaciones en el precio de las materias primas importadas y del tipo de cambio, como la carne, el plástico, los metales y el papel. Sin embargo, a la fecha este comportamiento no se ha trasladado al índice de precios al consumidor (IPC). Una situación similar se observa en otras economías, entre ellas la zona del euro, China, Colombia y Chile, donde el índice de precios al productor ha crecido mucho más que el IPC. En contraste, en Estados Unidos se observa una mayor correspondencia entre ambos indicadores, situación que podría relacionarse con el dinamismo de la demanda interna en ese país, que ha permitido a los productores trasladar al consumidor una mayor proporción del aumento en sus costos.

8. **El sistema financiero mantiene una alta liquidez, influida por la postura expansiva de la política monetaria.** El crecimiento de la liquidez total (3,3% en junio último) es acorde con la evolución de la actividad económica, la meta de inflación y el aumento gradual en el grado de profundización financiera de la economía costarricense.

Con la crisis económica y sanitaria, los agentes económicos mostraron mayor preferencia por activos altamente líquidos (medio circulante en sus distintas acepciones), y en cambio redujeron sus ahorros en depósitos a plazo, cuyo saldo ha venido cayendo. Sin embargo, la preferencia por instrumentos de ahorro a la vista y similares, que es esperable en momentos de crisis e incertidumbre, se ha moderado en meses recientes. Por ejemplo, el crecimiento interanual del medio circulante ampliado pasó de 27,8% en diciembre del 2020 a 12,7% en junio.

Las tasas de interés en colones sobre instrumentos de ahorro e inversión se han reducido, en línea con la política monetaria expansiva y la reducción en la TPM. Ello, aunado a un aumento en las expectativas de variación cambiaria por parte de los agentes en el mercado, ha incidido en una reducción en el premio por ahorrar en colones. Sin embargo, el ahorro financiero en sentido amplio (riqueza financiera total) no muestra indicios de dolarización, sino un cambio en su composición, de títulos fiscales denominados en dólares (dada la poca participación del MH en el mercado de deuda en dólares) a instrumentos bancarios en moneda extranjera.

---

<sup>4</sup> Variación acumulada de 8,0% entre abril del 2020 y junio del 2021, según el tipo de cambio en Monex (promedio mensual).

9. **El crédito al sector privado en colones se ha venido acelerando en los últimos 10 meses, en línea con los estímulos monetarios y financieros.** Así, en junio del presente año, el crédito en moneda nacional creció 3,6% en términos interanuales, lo que podría reflejar la recuperación en la actividad económica y las mejores condiciones crediticias en colones propiciadas por las diferentes medidas de las autoridades monetarias y financieras. Por otra parte, el crédito en moneda extranjera se contrajo en 5,2%. Esto contribuye a reducir la dolarización del crédito, consecuente con las políticas y objetivos estratégicos del Banco Central. Al combinar ambos resultados, la variación del crédito total alcanza 0,3%.

El impacto directo de la facilidad crediticia que introdujo el BCCR en setiembre del 2020 sobre el saldo crediticio ha sido moderado, debido a que el financiamiento otorgado por esta vía se orientó, en su mayor parte, a prórrogas, readecuaciones o refinaciamientos de créditos existentes. Sin embargo, esa facilidad ha contribuido a mejorar el flujo de caja de los agentes económicos más afectados por la pandemia, que era su objetivo esencial.

10. **A pesar de la crisis sanitaria y económica por el COVID-19, las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público (“ventanillas”) han sido superavitarias.** Al pasado 23 de julio, el superávit en “ventanillas” ascendió a USD 1.422 millones (USD 1.270 millones un año atrás). Ello permitió al Banco Central adquirir en Monex USD 1.405 millones para atender los requerimientos del sector público no bancario (SPNB). Sin embargo, la demanda de estos entes fue mucho mayor (USD 1.942 millones, comparado con USD 1.011 millones en el mismo lapso del 2020). El mayor requerimiento del SPNB obedeció, fundamentalmente, a un fuerte incremento en las compras del Gobierno Central, que a su vez reflejó un menor ingreso de recursos externos en relación con lo programado (por ausencia de aprobaciones legislativas) y una baja asignación en las subastas de títulos en dólares comparada con los vencimientos de estos títulos que debió atender en este lapso. La diferencia entre lo que el BCCR vendió al SPNB y lo que pudo adquirir en Monex fue atendido mediante una reducción en las reservas internacionales del BCCR.

Al 23 de julio, la variación interanual del tipo de cambio fue de 6,2% y la variación acumulada anual de 0,8%. La evolución del tipo de cambio este año prácticamente no requirió de intervenciones del BCCR para acotar movimientos abruptos (las ventas por estabilización ascendieron a USD 5,7 millones).

#### **Respuestas de política por parte del Banco Central**

1. **En el 2021 el Banco Central ha mantenido la postura expansiva y contracíclica de la política monetaria que adoptó desde marzo del 2019 y que profundizó con la pandemia.** Dicha política ha tenido como fin contribuir en el proceso de recuperación de la actividad económica y garantizar la estabilidad del sistema financiero. En particular, el Banco Central redujo su TPM en 450 puntos base (p.b.) entre marzo del 2019 y el 17 de junio del 2020, para llevarla a su mínimo histórico de 0,75%.

2. **El Banco Central ha adoptado una serie de medidas complementarias para apoyar esa postura expansiva y facilitar las condiciones crediticias de empresas y hogares.** En primer lugar, ha mantenido una posición de holgada liquidez agregada, que se adoptó en junio del 2019 al reducir la tasa de encaje mínimo legal para operaciones en colones, del 15% al 12%. Además, la Junta Directiva autorizó inyecciones de liquidez en mercados específicos cuando ello fuera necesario para garantizar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados. Sin embargo, esas intervenciones han sido infrecuentes y por montos relativamente bajos, pues ha habido pocos episodios de tensión sistémica de liquidez en el mercado. Finalmente, el Banco Central introdujo una facilidad especial y temporal de crédito en setiembre del 2020, con el fin de otorgar recursos en condiciones financieras favorables a los intermediarios financieros, para que estos los prestaran, en condiciones igualmente favorables, a los hogares y empresas más afectados por la pandemia. En total, después de una ampliación en enero de este año, la Junta Directiva autorizó un total de (₡842.887 millones para esta facilidad. Al 30 de junio anterior, el Banco Central había desembolsado el 98% de los recursos autorizados (₡826.355 millones); el restante 2% no fue demandado por los intermediarios financieros.
3. **La política monetaria expansiva del Banco Central ha contribuido a la reducción de las tasas de interés en el mercado.** Las reducciones en la TPM y las medidas complementarias se han transmitido a las tasas activas y pasivas del sistema financiero. En particular, el promedio de tasas activas negociadas (TAN) al 21 de julio fue de 9,8%, lo cual implica una reducción de 380 p.b. respecto a marzo del 2019. Por su parte, el promedio de tasas pasivas negociadas fue de 3,7%, 380 p.b. menos en comparación con marzo del 2019.

### Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

1. **Con base en el mejor desempeño de la economía nacional en lo que transcurre del 2021, y las mejores perspectivas para la economía mundial y local, el Banco Central ha revisado al alza sus proyecciones de crecimiento para el bienio 2021-2022.** En particular, ahora prevé para los años 2021 y 2022 un crecimiento en la producción de 3,9% y 3,7%, respectivamente. Con estos resultados, ajusta en 1,0 y 0,1 p.p., en el orden indicado, lo previsto en el IPM de abril pasado. La revisión al alza para el 2021 se debe tanto a un desempeño de la actividad económica en el segundo trimestre por encima de lo esperado, como a mejores perspectivas para la segunda parte del año, debido, principalmente, al efecto positivo que tendría el mayor crecimiento de nuestros socios comerciales sobre la exportación de bienes y servicios.

Con las nuevas proyecciones, se estima que en el cuarto trimestre del 2021 la economía nacional superaría el nivel del PIB trimestral registrado en el cuarto trimestre del 2019.

Estas proyecciones suponen la contención de la pandemia en los ámbitos internacional y local y un avance significativo en las campañas de vacunación, lo que permitiría el levantamiento continuo de las medidas de restricción. Las proyecciones de crecimiento también suponen la aprobación legislativa de las medidas de ajuste fiscal adicional convenidas con el FMI y de los créditos multilaterales de apoyo presupuestario.

2. **Se espera que las exportaciones de bienes y servicios crezcan en el bienio a tasas de 12,4% y 11,2%, mientras que la demanda interna crecería 3,4% y 1,8%, explicada por el consumo de los hogares y la inversión.** El mayor crecimiento previsto para el PIB en el 2021 estaría asociado al aumento de la demanda externa neta (1,0 p.p.) de bienes y servicios, por el mejor desempeño de los socios comerciales. Por su parte, la mejora en consumo privado e inversión (maquinaria y equipo) sería compensada por aportes negativos en el consumo del Gobierno General y de la variación de inventarios. En el 2022, la mayor demanda externa neta prevista (0,7 p.p.), en especial de los servicios de turismo y manufactura, sería parcialmente compensada con una menor demanda interna (0,6 p.p.), debido a la desaceleración, en relación con lo previsto en abril, del consumo privado (por el deterioro en los términos de intercambio) y la inversión pública.

Por industrias, el mayor crecimiento en el 2021 se explica por la revisión al alza en las actividades de la manufactura, comercio, transporte y hoteles y restaurantes. En el 2022 el crecimiento estaría asociado principalmente por el mayor dinamismo de los servicios de manufactura de dispositivos electrónicos integrados.

3. **La recuperación económica prevista para los principales socios comerciales del país, así como para la actividad local, propiciaría una mejora en las ventas y las compras externas durante el bienio 2021-2022.** El déficit en cuenta corriente se ubicaría en 3,8% y 2,5% del PIB en el 2021 y 2022, en ese orden. Lo anterior implicaría una revisión a la baja con respecto a lo previsto en abril pasado (4,1% y 3,5% del PIB, respectivamente).

Esta revisión en el componente comercial de la balanza de pagos se debe, principalmente, a una mejora en los pronósticos para la cuenta de servicios, en especial de la cuenta de viajes. Las mejores previsiones en el turismo receptor se asocian al incremento en el porcentaje de personas vacunadas en Estados Unidos, principal mercado del turismo en Costa Rica, junto con el levantamiento de muchas de las medidas sanitarias en ese país.

En lo referente a la cuenta financiera, para el bienio 2021-2022, se espera una recuperación en el financiamiento externo, tanto público como privado, respecto al 2020. Dichos flujos de ahorro externo previstos permitirían financiar la brecha de la cuenta corriente en ambos años y aumentar la posición de RIN a 13,8% y 13,5% del PIB, respectivamente (comparado con 11,7% del PIB al término del 2020). Esos recursos provendrían de los créditos de apoyo presupuestario al Gobierno Central, la emisión de títulos de deuda externa pública y mayores flujos de inversión directa, en línea con las mejores perspectivas de crecimiento mundial.

4. **Las perspectivas para las finanzas públicas han mejorado.** El Ministerio de Hacienda estima que sus déficit financiero y primario, en ese orden, alcanzarían este año niveles equivalentes a 6,2% y 1,1% del PIB (7,0% y 1,7% del PIB previstos en abril pasado). Para el 2022, el déficit financiero alcanzaría un 5,0% del PIB y el resultado primario registraría un superávit de 0,2% del PIB (en abril se tenía previsto un déficit para ambos resultados de 5,8% y 0,2%, en ese orden).

Esta revisión de las proyecciones fiscales supone que el Gobierno contará con la aprobación legislativa de los proyectos de ley para el ajuste fiscal convenido con el FMI; para los créditos externos de apoyo presupuestario, con el fin de sustituir deuda interna más costosa por otra con mejores condiciones financieras; y para la eventual colocación de bonos deuda externa en el lapso 2022-2026 (de USD 1.000 millones cada año), contemplados en la estrategia para la gestión de la deuda pública de la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Un supuesto crítico es que el Gobierno continuará aplicando la regla fiscal.

Por su parte, se prevé que la razón de deuda alcanzaría un máximo de 72,4% del PIB en el 2023 (76% del PIB previsto en el IPM de abril) y comenzaría a decrecer a partir del 2024. La consolidación fiscal y el acceso a fuentes de financiamiento externo (un supuesto crítico) que ofrecen condiciones más favorables (tasa de interés y plazo) que las que podría negociar en el mercado interno, permitiría que las necesidades brutas de financiamiento se reduzcan de 13,4% del PIB en el 2020 a 12,6% y 10,8% en el lapso 2021-2022. Y, de contarse con el financiamiento externo previsto, el requerimiento bruto interno sería en promedio de 7,0% del PIB (10,7% en el 2020).

5. **Los modelos de pronóstico del Banco Central indican que la inflación se mantendría por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación (3% ± 1 p.p.) en el bienio 2021-2022.** Ese resultado incorpora ya el impacto del aumento en los precios de las materias primas, y refleja la persistencia de fuerzas desinflacionarias en la economía; en particular, una brecha negativa del producto, un alto desempleo y expectativas de inflación bajas.

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2021-2022 están sujetas a riesgos de origen externo e interno que, de materializarse, podrían llevar a desviaciones con respecto a lo estimado. En el ámbito externo se mantienen como principales riesgos un crecimiento de la economía mundial menor al incorporado en este ejercicio, así como precios de materias primas por encima de lo previsto en el horizonte de la programación macroeconómica 2021-2022. También representa un riesgo externo el posible impacto de los conflictos políticos en Nicaragua sobre el comercio con la región centroamericana.

Por su parte, en el contexto interno, el principal riesgo es un deterioro de la situación macroeconómica como consecuencia de la ausencia o insuficiencia de aprobación legislativa para las medidas de ajuste fiscal que el país requiere para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello afectaría las tasas de interés locales y la confianza de los agentes económicos, con consecuencias negativas para el crecimiento económico, el empleo y el bienestar.

Otros riesgos internos son el eventual retorno a medidas más severas de contención sanitaria, de darse un aumento significativo en la tasa de propagación del COVID-19, el riesgo de posibles conflictos sociales como resultado de la pandemia o de las medidas de ajuste fiscal, y el riesgo de choques de oferta por condiciones climáticas adversas.

Dado que los pronósticos sugieren que la inflación se ubicará por debajo de la meta, el Banco Central mantendrá una postura monetaria expansiva y contracíclica, pero prudente y responsable, que permita apoyar, desde su esfera de competencias, la estabilidad macroeconómica y financiera, el crecimiento económico y la generación de empleo. En particular, el Banco Central mantendrá la TPM en niveles bajos, en el tanto el análisis macroeconómico indique que la inflación permanecerá por debajo de su meta en el horizonte de proyección de 24 meses; inyectará liquidez en los mercados si fuera necesario para asegurar su normal funcionamiento; y mantendrá la coordinación de la política macroprudencial con las demás autoridades financieras, para asegurar la estabilidad financiera y el flujo de crédito en condiciones favorables a los segmentos que así lo requieran.

# 1 Situación macroeconómica en I semestre 2021

## 1.1 Economía internacional

En el primer semestre del 2021, el entorno externo estuvo caracterizado por una recuperación de la actividad económica mundial, aunque con importantes diferencias de ritmo entre los distintos países. La recuperación ha sido impulsada por la reducción gradual de restricciones, el ajuste de los agentes a las nuevas condiciones, el avance en la vacunación y las políticas de estímulo. No obstante, los rebrotos o nuevas olas de contagio han frenado la recuperación en algunos países, en especial los emergentes (con excepción de China).

La mayor demanda mundial, así como las restricciones de oferta, contribuyeron al aumento en los precios internacionales de las materias primas. Ese efecto, aunado a los bajos niveles de precios observados en el segundo trimestre del 2020, propiciaron un aumento en la inflación en varias economías.

Pese a este contexto, los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron en el primer semestre del año en curso su postura monetaria expansiva. Por otro lado, aunque en algunos bancos centrales de economías emergentes han debido empezar a endurecer la política monetaria debido al aumento de la inflación.

Luego de la contracción generalizada de la producción en el segundo trimestre del 2020 debido al impacto de la pandemia por el COVID-19, a partir del tercer trimestre de ese año se observó un repunte gradual de la producción en muchos países. Ese repunte fue impulsado, en un inicio, por el paulatino levantamiento de las medidas de restricción sanitaria y la adaptación de las economías a esas medidas y, más recientemente, por el rápido avance en los procesos de vacunación y las medidas de apoyo fiscal y monetario, particularmente en las economías avanzadas.

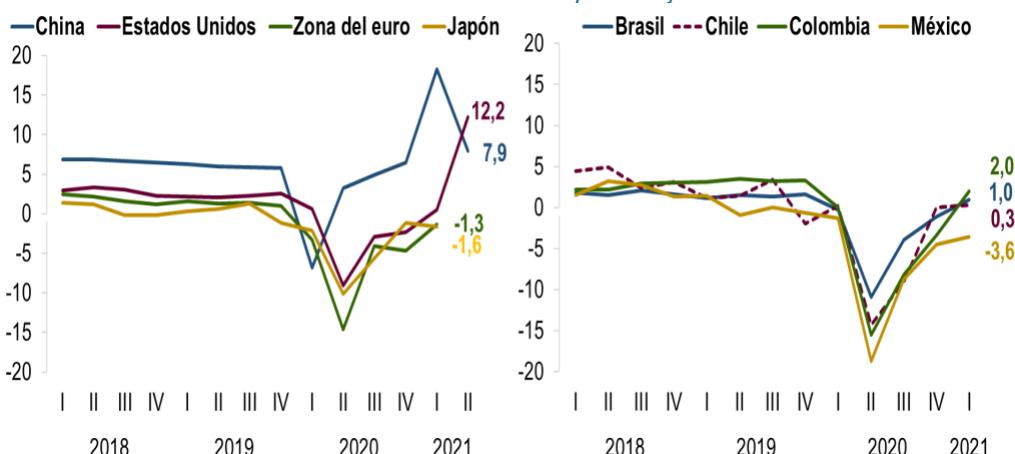
Si bien la recuperación económica mundial avanza luego de la crisis sin precedentes del 2020, en el presente año se observa una marcada heterogeneidad en la velocidad de la recuperación de las economías, como consecuencia de los nuevos brotes de contagio y las diferencias en la disponibilidad de vacunas y en el

margen para proporcionar apoyo mediante políticas económicas<sup>5</sup>. En esa heterogeneidad también inciden las condiciones estructurales de cada economía (por ejemplo, el peso de industrias más vulnerables a las restricciones por la pandemia).

En la zona del euro, afectada por nuevos confinamientos, la actividad económica se contrajo 1,3% en el primer trimestre del 2021 en términos interanuales, con caídas en España (4,3%), Alemania (3,1%) e Italia (0,8%) y un crecimiento de 1,2% en Francia (Gráfico 1). Es decir, la mayoría de las economías grandes de la zona no se han recuperado plenamente, en tasas trimestrales, después del choque de la pandemia<sup>6</sup>. Más aún, las tasas de variación trimestral anualizada, muestran una caída de la actividad económica de la zona del euro de 1,2% en el primer trimestre del 2021, después de una caída el trimestre anterior de 2,4% (Gráfico 2). Esto sugiere que la recuperación perdió impulso. Por ejemplo, la economía alemana registró una tasa de variación trimestral anualizada de -7,0% en el primer trimestre del 2021, luego de alcanzar un crecimiento de 2% en el cuarto trimestre del 2020. Las continuas y en parte intensificadas restricciones para contener la pandemia de coronavirus en esa economía tuvieron un impacto particularmente marcado en el gasto de consumo final de los hogares a principios de año, el cual cayó 5,4% respecto al trimestre previo.<sup>7</sup>

**Gráfico 1. Producto interno bruto trimestral**

*Variación interanual en porcentajes*

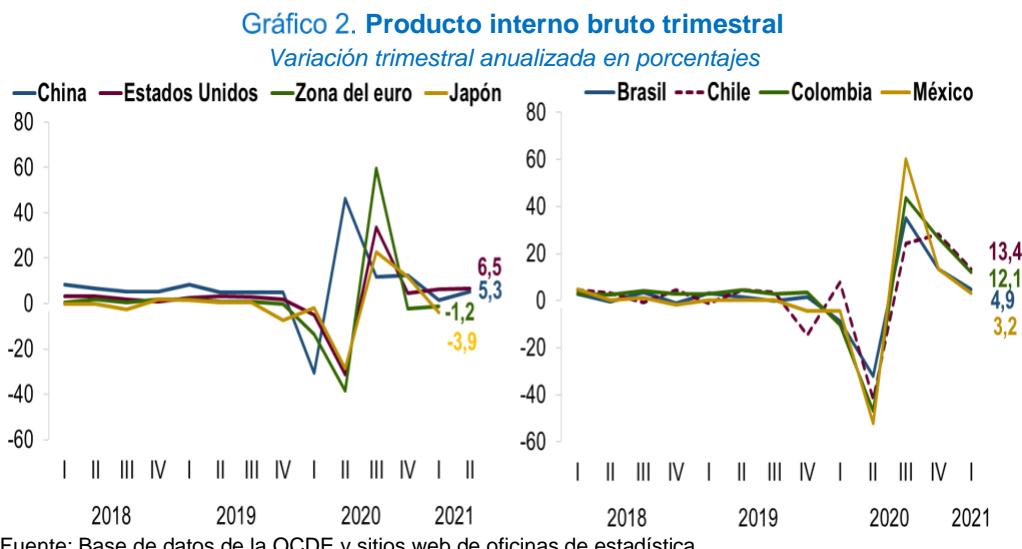


Fuente: Bloomberg y sitios web de oficinas de estadística.

<sup>5</sup> Blog del FMI “Se requieren medidas urgentes para frenar la divergencia de la recuperación”, 8 de julio del 2021.

<sup>6</sup> El primer trimestre del 2020, contra el que se estiman estas tasas de variación, fue mixto, pues registró ya algo de afectación por la pandemia, particularmente a partir del mes de marzo.

<sup>7</sup> “Gross domestic product: detailed results on the economic performance in the 1st quarter of 2021”, Oficina de Estadística de Alemania.



Fuente: Base de datos de la OCDE y sitios web de oficinas de estadística.

La economía de Estados Unidos, por el contrario, ha tenido un fuerte impulso, con una tasa de variación trimestral anualizada de 6,5% en el segundo trimestre del 2021 (6,3% en el trimestre previo). Esto pone de manifiesto el fuerte dinamismo de esa economía, que refleja el impacto de la reapertura de establecimientos y del robusto estímulo fiscal impartido por el Plan de Rescate Estadounidense, con un costo estimado de USD 1,9 billones (cerca del 9,1% del PIB del 2020), aprobado el 11 de marzo pasado. Este crecimiento en buena medida se sustentó en el consumo personal.

Por su parte, la economía china también se ha mantenido muy dinámica, con una tasa de variación interanual de 7,9% y una tasa de variación trimestral anualizada de 5,3%, ambas en el segundo trimestre del año.

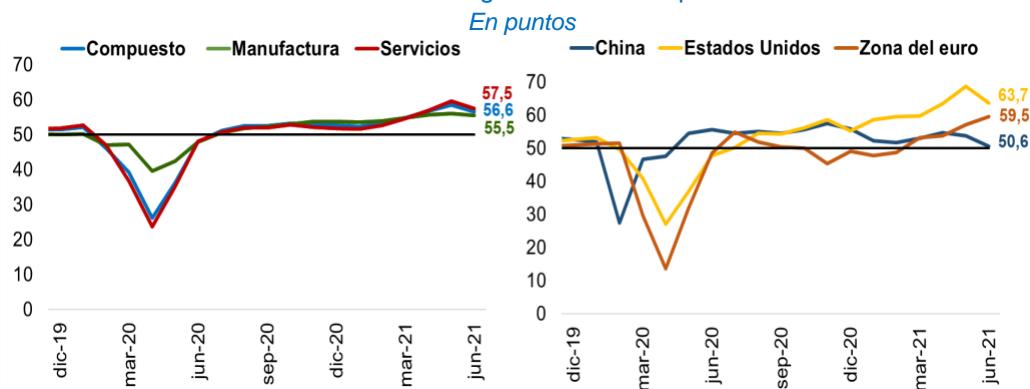
Finalmente, las economías latinoamericanas también se han venido recuperando, pero destaca el vigoroso crecimiento económico de Brasil y Chile, cuyas economías han sido impulsadas por programas de estímulo fiscal.

La mejora global, concentrada en las economías avanzadas, queda de manifiesto en la evolución de los indicadores de actividad económica de corto plazo, como el índice de gerentes de compra, la producción industrial y el comercio (Gráfico 3). El primero de ellos señala un mayor dinamismo en la industria de servicios que en la manufactura (57,5 puntos contra 55,5 puntos en junio). Por su parte, el comercio mundial y la producción industrial repuntan desde mayo del 2020, conforme se flexibilizaron las medidas sanitarias, hasta alcanzar un crecimiento interanual en abril del 2021 ligeramente por debajo del 20% en ambos casos, y ubicar su nivel por encima de los registrados previos a la pandemia.

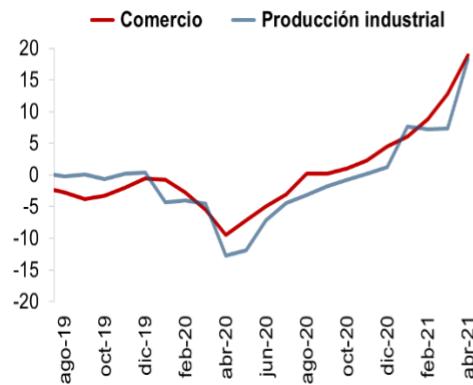
La apertura gradual de la economía, las campañas de vacunación y las medidas de apoyo fiscal también incidieron en los indicadores de confianza. En mayo de este año los índices de confianza de los consumidores y empresarios de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) alcanzaron niveles de 100,2 puntos y 101,8 puntos, respectivamente, valores asociados con optimismo.

### Gráfico 3. Indicadores de actividad económica mundial

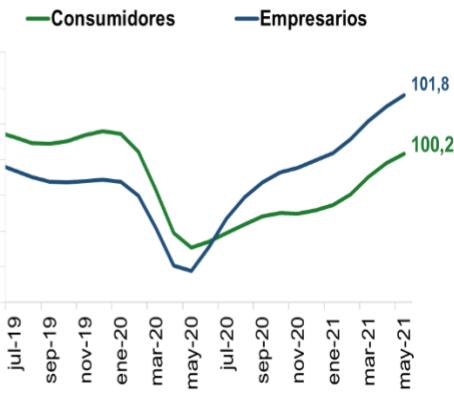
#### A. Índice de gerentes de compra<sup>1</sup>



#### B. Comercio mundial y producción industrial Variación interanual en porcentajes



#### C. Índices de confianza (OCDE)<sup>2</sup> En puntos



<sup>1</sup> El nivel de 50 separa una expansión de una contracción económica.

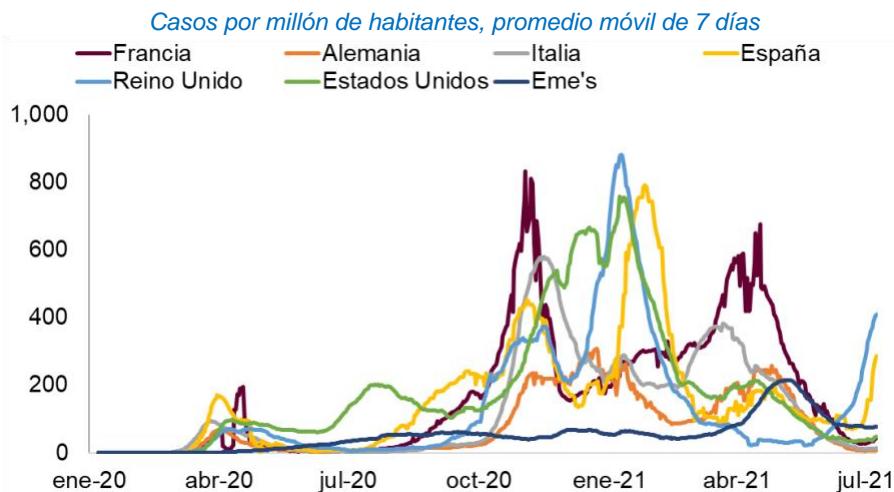
<sup>2</sup> Valores por encima de 100 representan optimismo.

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

Sin embargo, los rebrotos o nuevas olas de contagio han frenado la recuperación en algunos países. Estos rebrotos se asocian con las mutaciones del coronavirus, con el levantamiento de las restricciones, con la fatiga de las personas en el acatamiento de las medidas de protección e higiene (distanciamiento, uso de mascarillas, lavado de manos), y de las restricciones mismas (desafían las restricciones y prohibiciones) y, en algunos casos, con el lento ritmo en la vacunación (Gráfico 4). Debido a ello, las autoridades sanitarias han retomado las medidas restrictivas en forma intermitente y focalizada para reducir la propagación del virus y la saturación hospitalaria.

Si bien el surgimiento de nuevos brotes y de nuevas variantes del virus ha motivado la aplicación de nuevos cierres y reducciones en la movilidad en algunas regiones, el impacto de los confinamientos sobre la actividad económica ha sido menor al observado el año anterior, puesto que los agentes económicos se han ido adaptando a las restricciones.

#### Gráfico 4. Cantidad de casos diarios del COVID-19 en economías seleccionadas<sup>1</sup>

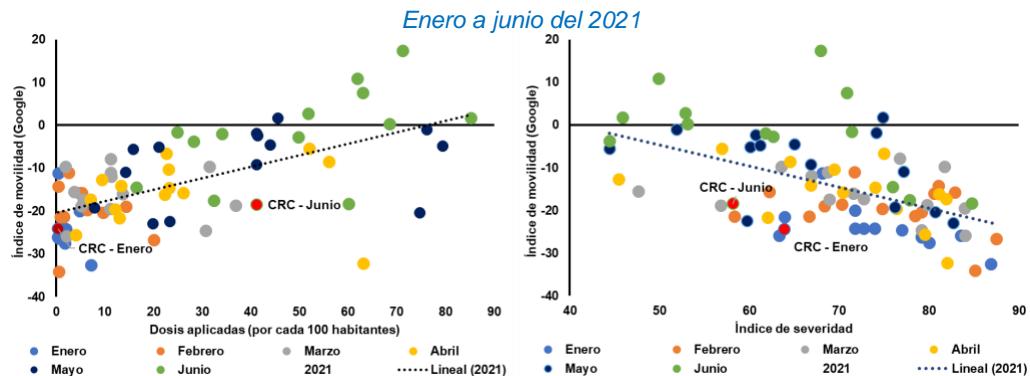


<sup>1</sup> La serie Eme incluye a Brasil, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuente: Our World in Data, con información al 8 de julio del 2021, con base en el gráfico publicado en Informe de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de mayo del 2021.

Asimismo, se observa que el avance en la vacunación se correlaciona con mayor movilidad y por tanto con menor restricción a la actividad económica en una muestra de 13 países<sup>8</sup>, según se utilice el índice de movilidad de Google o el índice de severidad de la Universidad de Oxford (Gráfico 5). Esto ilustra cómo el avance en la cobertura de vacunación permite la reducción gradual de las restricciones de movilidad, y con esto abre paso al re establecimiento del desarrollo de operaciones bajo situaciones de mayor normalidad en las industrias.

#### Gráfico 5. Dosis de vacunas administradas, índice de movilidad de Google<sup>1</sup> e índice de severidad de Oxford<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Desviación con respecto al periodo base (entre el 3 de enero y el 6 de febrero del 2020).

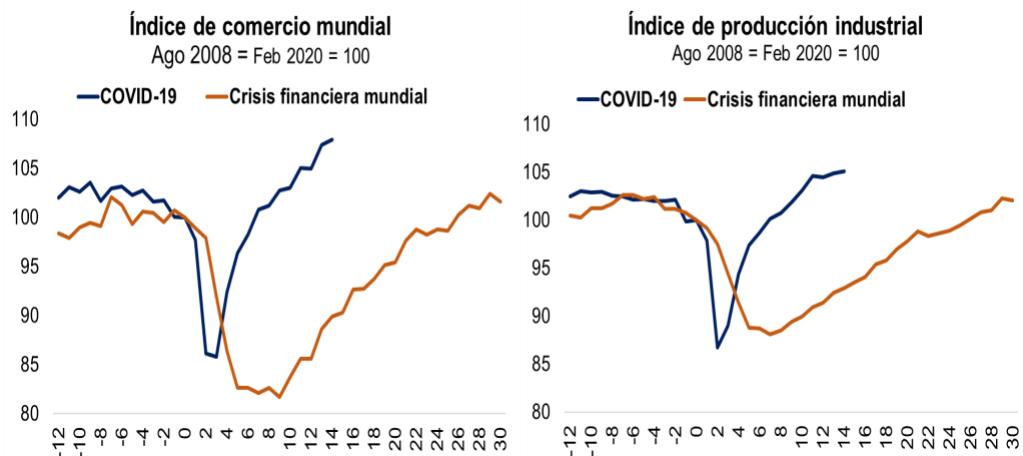
<sup>2</sup> Este índice mide la respuesta de gobiernos de más de 160 países ante el COVID-19. Se calcula con 9 indicadores, entre ellos el cierre de escuelas y lugares de trabajo, restricciones a eventos públicos, movilidad vehicular, viajes y políticas de confinamiento. Este índice varía entre 0 y 100 (creciente según el grado de severidad).

Fuente: Our World in Data, Universidad de Oxford y Google.

<sup>8</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Francia, Alemania, Italia, México, Perú, España, Reino Unido y Estados Unidos

En cuanto algunos países han controlado la tasa de transmisión de la enfermedad, han sido capaces de relajar las medidas, reabrir la economía y retomar paulatinamente la presencialidad, lo que les ha permitido una recuperación económica vigorosa y más rápida que en crisis previas<sup>9</sup>. El Gráfico 6 muestra la diferencia entre la crisis financiera mundial de 2008-2009 y la crisis sanitaria actual en términos de la velocidad de recuperación de la actividad comercial y productiva en el mundo.

**Gráfico 6. Recuperación del comercio y producción mundial en la crisis actual y la crisis financiera de 2008<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> El eje horizontal representa meses, y el número 0 representa el mes inmediatamente previo al inicio de cada crisis.

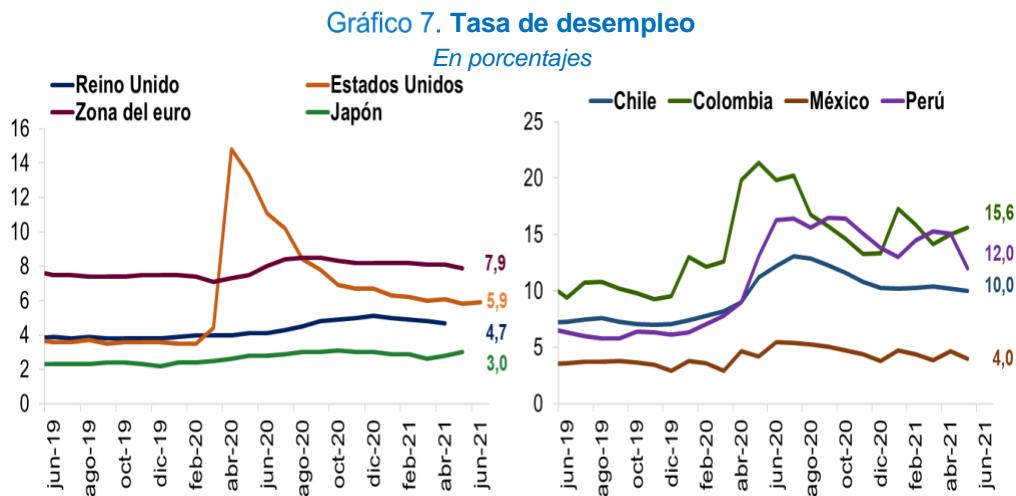
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con datos del World Trade Monitor, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (<https://www.cpb.nl/en/worldtrademonitor>).

Pese a la recuperación económica, la tasa de desempleo se mantiene en niveles superiores a los existentes prepandemia. Esta situación se observa aún en Estados Unidos (Gráfico 7), donde la flexibilidad del mercado laboral, conjuntamente con las políticas aplicadas para contrarrestar el impacto de la crisis sobre el mercado de trabajo, han permitido un ajuste más rápido del empleo, en comparación con otros países.

En otras regiones, como en Europa, los esquemas de retención de empleo, el incremento en los subsidios al trabajo (que contrastan con el enfoque de subsidios al consumo en Estados Unidos) y la mayor cobertura de los seguros de desempleo lograron mitigar aumentos drásticos en el desempleo durante el 2020, y lentamente retornan a la normalidad. Por su parte, en muchas economías emergentes, con excepción de China y otros países asiáticos, el menor ritmo de vacunación y la dificultad en el control sanitario han afectado negativamente el proceso de recuperación económica, lo cual tiende a retardar la mejora en los niveles de empleo.

<sup>9</sup> Los ciclos de relajamiento de las medidas sanitarias y la recuperación de la economía mundial empezaron muchos meses antes que las campañas de vacunación.

Además, los resultados heterogéneos entre países pueden responder a factores estructurales preexistentes. Así por ejemplo, en las economías europeas, los costos de despedir trabajadores son por lo general más elevados que en Estados Unidos, lo que desestimula los despidos y las contrataciones; es decir, el mercado laboral se torna más rígido. Eso, a su vez, hace que las tasas de desempleo tiendan a ser más altas pero menos elásticas que en Estados Unidos.



Fuente: Bloomberg y sitios web de oficinas de estadística.

Los precios de las materias primas en el mercado internacional, luego de la abrupta caída en el primer cuatrimestre del 2020, mostraron un proceso de recuperación, el cual se ha intensificado durante el 2021, por factores de demanda y de oferta (Recuadro 1).

## Recuadro 1. Factores que explican el incremento en los precios internacionales de las materias primas.

En el incremento en los precios de las materias primas (petróleo, granos básicos y metales) en los mercados internacionales han influido factores de demanda y de oferta. La demanda por materias primas se vio impulsada por la recuperación de la actividad económica mundial a partir del segundo semestre del 2020, congruente con la eliminación gradual de las restricciones a la movilidad social adoptadas por los gobiernos para contener la pandemia por el COVID-19 y con la consolidación del proceso de vacunación en los principales países consumidores. En particular, es importante destacar la fuerte demanda de granos por parte de China para consumo humano y para consumo animal, así como la creciente demanda de la industria de biocombustibles en Estados Unidos.

Entre los factores de oferta, se tiene el colapso de la oferta existente de contenedores para movilizar mercancías ante la alta demanda por materias primas, principalmente de Asia, una vez reabierto el comercio global<sup>10</sup>. La poca disponibilidad de transporte se manifestó en un aumento en los tiempos de trasiego y en las tarifas de los fletes marítimos, a lo que se sumó el alto precio de los hidrocarburos<sup>11</sup>.

Otros choques de oferta son los relacionados con acuerdos para controlar la producción, como en el caso del petróleo por parte de la Organización de Países Productores de Petróleo y de los principales productores independientes, así como condiciones climáticas secas en los principales países exportadores de alimentos (como Argentina, Brasil, Rusia y Estados Unidos, entre otros). Así, en el caso de los granos básicos han confluído menores cosechas (o menores perspectivas de ellas) con una demanda creciente, lo que ha llevado a que la relación entre existencias y su uso a nivel mundial, alcance niveles bajos.

La tendencia al alza del precio de las materias primas en el mercado internacional se recoge para Costa Rica en el Índice de precios de materias primas importadas (Gráfico 1.1.A). Este indicador registra importantes cambios de tendencia en los últimos 20 años, el más reciente en mayo del 2020, con una aceleración sin precedentes desde el 2000.

En línea con esto último, la tasa geométrica mensual de los últimos catorce meses terminados en junio del 2021 fue de 7,3%, tasa que duplica y triplica, respectivamente, las dos aceleraciones más importantes previas a la de mayo del 2020 (febrero -07 a junio-08 y marzo-09 a abril-11).

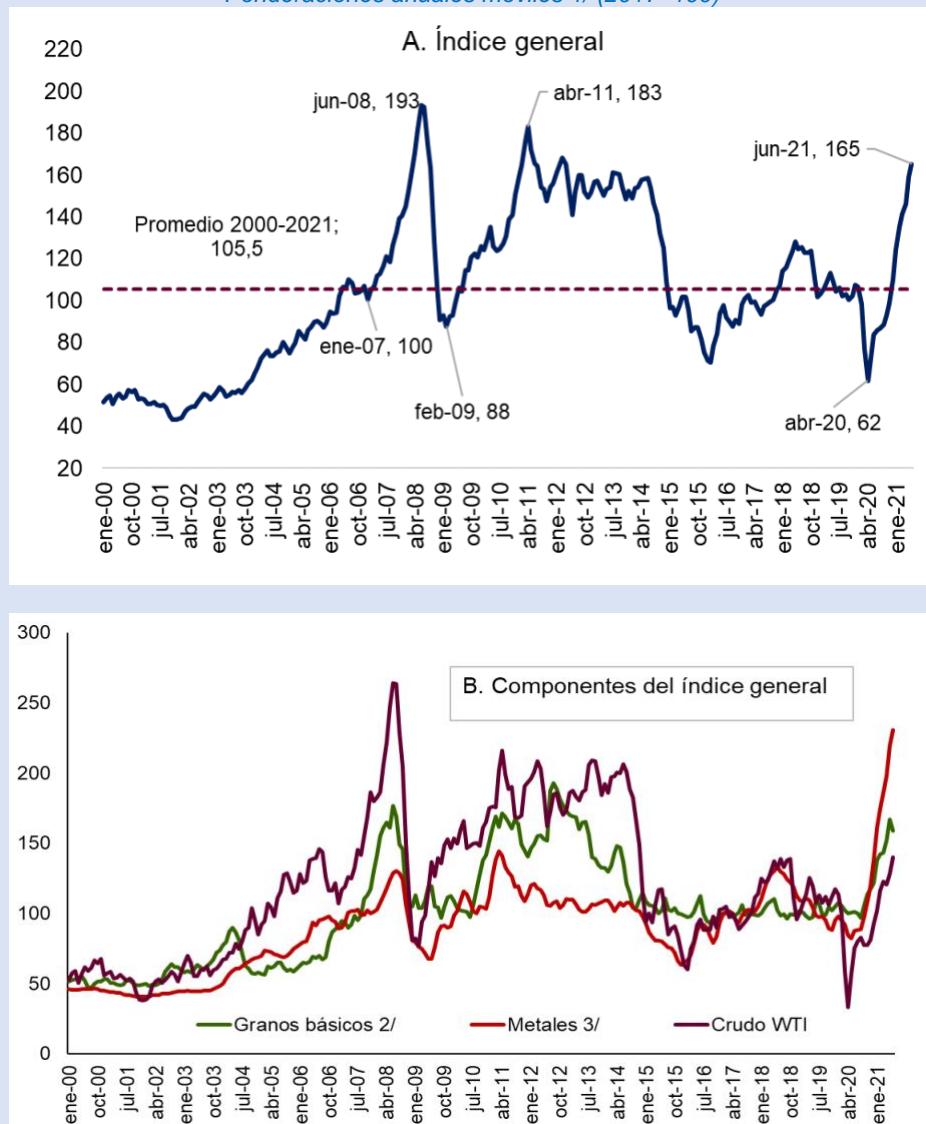
Específicamente, entre abril del 2020 y junio del 2021 el índice general de materias primas importadas creció en 168%. Esto lo ha llevado a situarse 60% por encima del nivel medio de los últimos veinte años (1,6 desviaciones estándar por encima de ese promedio).

Según componentes, para igual periodo, el precio del West Texas Intermediate, referente para Costa Rica, aumentó 321%, para situarse en aproximadamente USD 71 a la fecha de este informe. Por otra parte, los índices de precios de los metales y de los granos básicos se incrementaron en 173% y 52%, respectivamente (Gráfico 1.1.B).

<sup>10</sup> Los confinamientos por la pandemia (cierre de industrias, puertos, aeropuertos y fronteras), generaron una imprevista contingencia del comercio global de mercancías para abastecer los distintos mercados.

<sup>11</sup> De acuerdo con el Blog del Fondo Monetario Internacional denominado "[Cuatro hechos sobre el alza de los precios de los alimentos al consumidor](#)", publicado el 24 de junio del 2021, sus autores (Christian Bogmans, Andrea Pescatori, and Ervin Prifti) afirman que "Las tarifas de flete marítimo, medidas por el Baltic Dry Index (una medida de los costos de envío), se han incrementado entre 2 y 3 veces en los últimos 12 meses, mientras que el aumento de los precios de la gasolina y la escasez de conductores de camiones en algunas regiones están elevando el costo de los servicios de transporte por carretera".

**Gráfico 1.1. Índice de precios de materias primas importadas**  
 Ponderaciones anuales móviles 1/ (2017=100)

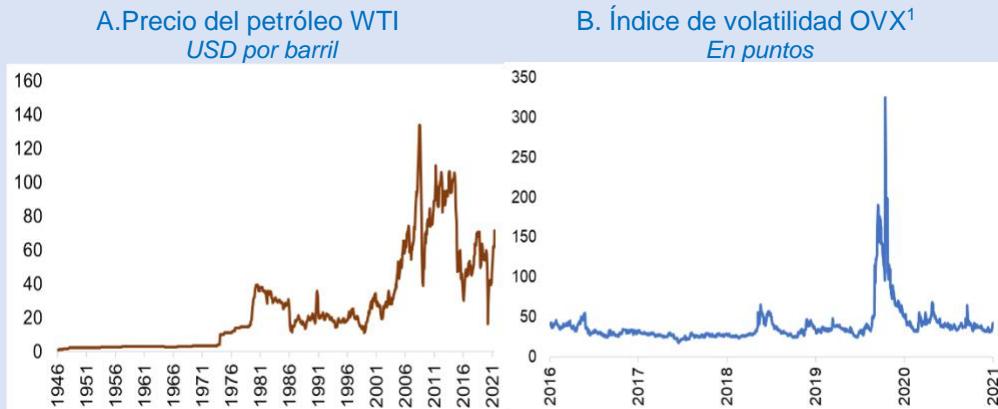


<sup>1</sup> Las ponderaciones son datos anuales móviles, tal que el ponderador del producto  $i$  para el año  $t$  corresponde al peso relativo de ese producto en las importaciones del año  $t-1$ .

<sup>2</sup> Granos básicos: trigo, maíz, soya y arroz. 3/ Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre. Datos mensuales. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 30/06/2021.

Desde una perspectiva histórica, el nivel de los precios del petróleo es mucho menor que el registrado en el 2008, cuando alcanzó valores de USD 134 e incluso con respecto a lo observado en el periodo 2011-2014 (precios en torno a USD 110). Además, estos precios muestran una volatilidad relativamente baja en el transcurso del presente año (Gráfico 1.2).

**Gráfico 1.2. Indicadores de precios del petróleo**



<sup>1</sup> Valores superiores a 30 se asocian con períodos de alta volatilidad e inferiores a 20 de relativa estabilidad.  
Fuente: Base de datos de la Reserva Federal de San Luis (FRED).

Por último, en el Recuadro 4 de este documento se analiza el impacto del incremento en el precio de las materias primas importadas sobre algunas variables de la economía nacional, por ejemplo, términos de intercambio, inflación, déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, entre otras.

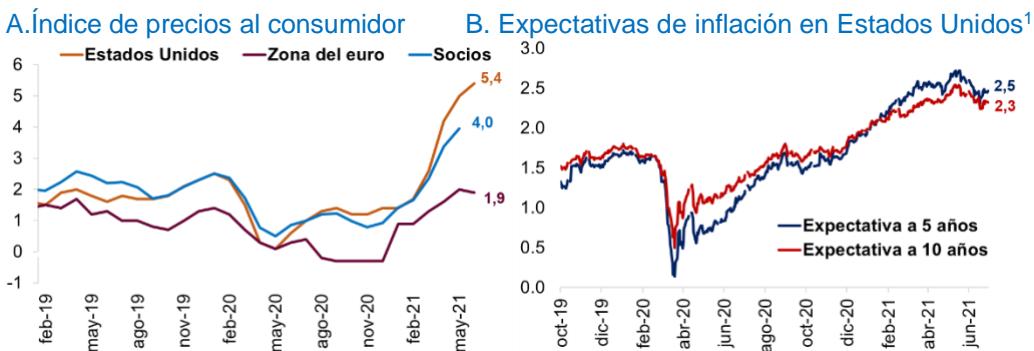
El incremento en el precio de las materias primas y los bajos niveles de precios observados en el segundo trimestre del 2020, propiciaron un aumento en la inflación interanual en algunas economías. Este aumento ya se manifiesta en la inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica (4,0% en mayo desde 3,4% en abril). Los organismos internacionales, las autoridades monetarias y los mercados financieros interpretan que este comportamiento al alza es de naturaleza transitoria, pues obedece a efectos base y aumentos en los precios de algunas materias primas. No obstante, algunos factores como su impacto sobre las expectativas, la interrupción en las cadenas de suministro, el mayor ahorro de los hogares y las medidas que han de adoptar los gobiernos para combatir el cambio climático<sup>12</sup>, podrían hacer más duraderos estos efectos.

Sobre este particular, destaca el caso de Estados Unidos, donde la inflación, medida por el Índice de precios al consumidor (IPC), ascendió en junio pasado a 5,4%, la mayor tasa en 13 años (Gráfico 8). De igual modo, el Índice de precios del gasto de consumo personal, indicador utilizado por el Sistema de la Reserva Federal para el seguimiento y las proyecciones de la inflación, ha tenido una trayectoria al alza (por encima del objetivo del 2%); situación que se mantiene si se excluyen los componentes de alimentos y energía, que son los más volátiles. En el aumento de la inflación en los Estados Unidos han incidido efectos base<sup>13</sup>, el impacto del aumento en los precios de las materias primas y la fuerte recuperación económica, que ha conllevado un repunte en la demanda de bienes, servicios y trabajadores.

<sup>12</sup> Estos factores fueron mencionados en las minutos de la reunión de política monetaria del Banco Central Europeo (9 y 10 de junio del 2021).

<sup>13</sup> La tasa de variación del IPC de Estados Unidos entre febrero del 2020, mes previo a la pandemia, y junio del 2021, fue de 5,0%.

**Gráfico 8. Indicadores de precios**  
Variación interanual en porcentajes



<sup>1</sup> Expectativas de inflación implícita en las transacciones de mercado.

Fuente: Sitios web de oficinas de estadística y base de datos del Reserva Federal de San Luis (FRED).

En relación con la postura de política monetaria, durante el primer semestre del año los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvieron el tono expansivo, aunque en algunas economías el margen se ha acortado debido al aumento de la inflación (Gráfico 9). Esta postura se refleja en las bajas tasas de interés de referencia de los bancos centrales (algunas ubicadas alrededor de cero) y en la aplicación de medidas no convencionales para mitigar el impacto económico y financiero de esta crisis, como la compra de bonos de gobierno y corporativos y las facilidades de crédito, lo que ha tenido un impacto significativo en los balances de la banca central.

Por ejemplo, en su reunión del 15-16 de junio pasado, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo el rango de la tasa de fondos federales en [0%, 0,25%] y el programa de compra de activos. Cabe recordar que en agosto del 2020, el Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal anunció el cambio en la Declaración de objetivos de largo plazo y de la estrategia de política monetaria del 2012<sup>14</sup>. En particular, introdujo un esquema flexible de metas de inflación, según el cual se fija un objetivo de 2% en promedio a lo largo del tiempo. Esto implica que, luego de un periodo sostenido con inflación por debajo del objetivo, se aceptarán tasas de inflación moderadamente por encima del 2% de manera temporal<sup>15</sup>.

De igual forma, el pasado 22 de julio el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo la tasa de interés de referencia<sup>16</sup>, así como las compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) por €1,85 billones al menos hasta marzo del 2022. Cabe indicar que el 8 de julio el BCE comunicó los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria iniciada en enero del 2020: a diferencia de su anterior objetivo basado en una inflación cercana al 2%, ahora el BCE considera que la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es con un objetivo de inflación del 2% a mediano plazo.

<sup>14</sup> Ver Recuadro 1 “Revisión de los esquemas de política monetaria en algunas de las principales economías” del Programa Macroeconómico 2021-2022, publicado a finales de enero del 2021.

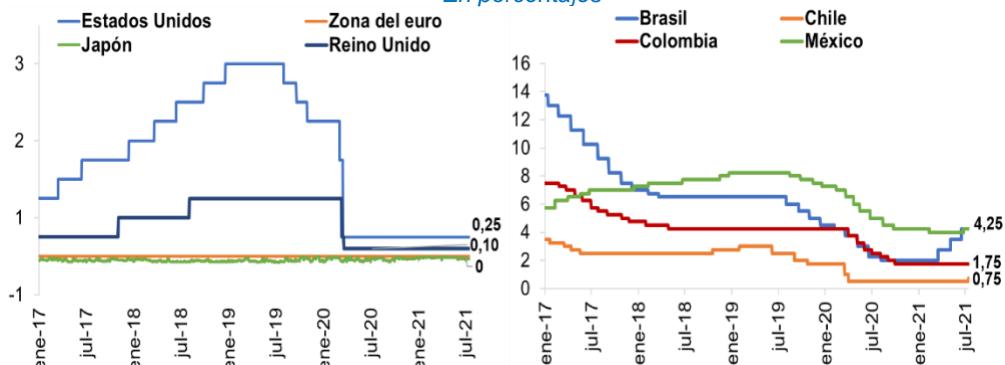
<sup>15</sup> En lo concerniente al objetivo de empleo, la política monetaria reaccionaría a situaciones en las que la ocupación de la fuerza laboral se ubique por encima de su nivel de pleno empleo y hubieran presiones inflacionarias.

<sup>16</sup> Las tasa de interés de las operaciones principales de financiación y las de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se ubican en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente.

Por el contrario, en algunas economías emergentes, las presiones inflacionarias han llevado a sus bancos centrales a endurecer la política monetaria. En esa línea, el Banco Central de Brasil aumentó la tasa de política monetaria en 75 p.b. hasta 4,25% el pasado 16 de junio, lo que corresponde al tercer incremento sucesivo para un total de 225 p.b. desde marzo del 2021. Además, prevé continuar el proceso de normalización monetaria, y advirtió que un deterioro de las expectativas de inflación en el horizonte relevante puede requerir una reducción más rápida del estímulo monetario (Gráfico 9).

**Gráfico 9. Tasa de política monetaria en algunas economías**

*En porcentajes*



Fuente: Bloomberg, con información al 14 de julio del 2021.

El Banco de México también aumentó la tasa de interés de política monetaria en 25 p.b., hasta 4,25%, el pasado 24 de junio. En igual línea, en la reunión de julio el Banco Central de Chile incrementó su tasa de referencia en 25 p.b. hasta 0,75%, debido a que la mediana de las expectativas de inflación a un año plazo aumentó a 3,3% y 3,4%, según se utilice la Encuesta de expectativas económicas o la de operadores financieros.

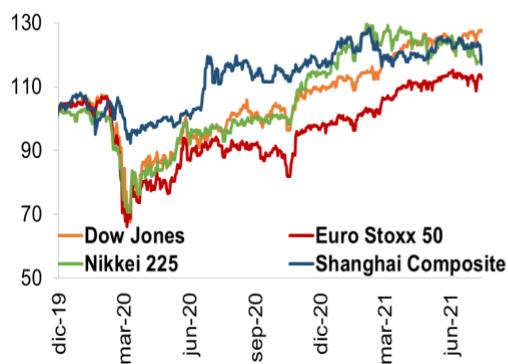
En los mercados financieros internacionales, el precio de las acciones mostró, en términos generales, un comportamiento al alza en la primera parte del 2021. Lo anterior explicado en parte por la amplia liquidez y la mejora en las perspectivas de crecimiento económico. En abril pasado, los mercados reaccionaron al alza ante el dato de inflación en Estados Unidos, pero posteriormente corrigieron, e incluso mostraron relativa estabilidad cuando fue divulgada la inflación de mayo (variación interanual de 5,0% en el IPC y de 3,8% en la inflación subyacente). En este comportamiento influyeron los comentarios de los jerarcas del Sistema de la Reserva Federal y de organismos internacionales sobre la transitoriedad en el aumento de la inflación en Estados Unidos<sup>17</sup>.

Por otra parte, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos han mostrado una tendencia al alza, aunque con altibajos y reverisiones temporales (Gráfico 10). El rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años, que se ubicó por debajo de 1,0% entre el 20 de marzo y el 31 de diciembre del 2020, alcanzó un valor de 1,74% el pasado 31 de marzo y luego descendió nuevamente hasta 1,24% el 27 de julio anterior. En lo transcurrido del año (al 6 de julio), este rendimiento ha aumentado en torno a 32 p.b.

<sup>17</sup> No obstante, en la conferencia de prensa posterior al comunicado de política monetaria del 16 de junio, el presidente del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, Jerome Powell, señaló que la inflación podría ser mayor y más persistente de lo esperado.

**Gráfico 10. Indicadores de mercados financieros internacionales**

A. Índices accionarios  
3/12/2019=100, en puntos



B. Rendimientos bonos del Tesoro  
de Estados Unidos a 10 años  
En porcentajes



Fuente: Bloomberg, con información al 27 de julio del 2021.

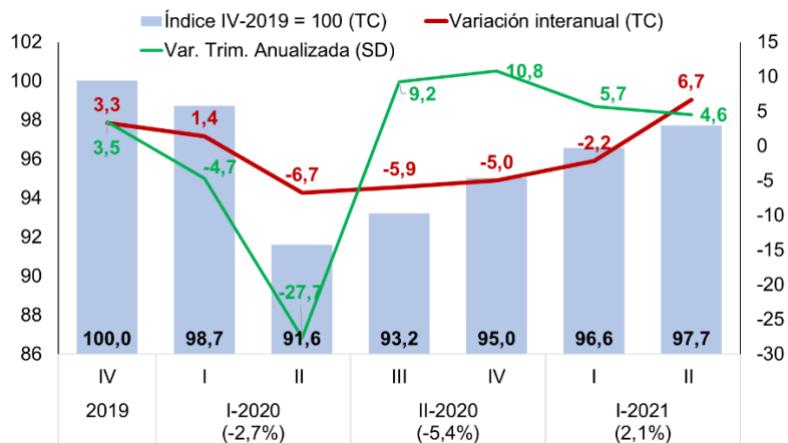
## 1.2 Economía nacional

### 1.2.1 Actividad económica y empleo

El proceso de recuperación económica iniciado en la segunda parte del 2020 continuó en el primer semestre del 2021. Luego de la caída interanual de 5,0% en el último trimestre del 2020, la serie de tendencia ciclo del PIB se contrajo 2,2% en el primer trimestre del presente año y aumentó 6,7% en el segundo trimestre. Si bien la tasa de variación interanual en el segundo trimestre refleja en parte efectos base, las tasas de variación trimestral indican que la recuperación mantiene impulso. Por su parte, el ritmo de recuperación del empleo ha sido más lento, e incluso ha perdido fuerza.

En el primer semestre del 2021 continuó el proceso de recuperación de la actividad económica iniciado en la segunda parte del 2020. En efecto, la contracción estimada para el primer trimestre del año se moderó con respecto a los registros de trimestres previos y, para el segundo trimestre del año se estima que la serie de tendencia ciclo del PIB muestre una variación interanual positiva de 6,7%. Ello ubicaría el crecimiento en 2,1% en este primer semestre del 2021 (Gráfico 11).

**Gráfico 11. Producto Interno Bruto trimestral en volumen**  
*Variación interanual en porcentajes (serie tendencia ciclo)*



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La tasa de variación interanual en el segundo trimestre refleja, en parte, efectos base, pues la referencia de comparación es el segundo trimestre del 2020, cuando la actividad económica alcanzó su punto más bajo como consecuencia de la pandemia. Para poner en perspectiva la distorsión que introducen esos efectos base, conviene mirar a otras estadísticas, como por ejemplo la tasa de variación en relación con niveles prepandemia, por ejemplo, febrero del 2020 para series mensuales o el último trimestre del 2019 para series trimestrales. En el caso del PIB trimestral el nivel del segundo trimestre del 2021 es inferior en 2,0% con respecto a lo observado en el último trimestre del 2019.

Por otra parte, la tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada del PIB confirma que la recuperación mantiene el impulso. La tasa para el segundo trimestre del 2021 fue de 4,6% (5,7% en el primer trimestre).

Con este repunte, se estima que se alcanzaría el nivel de actividad económica del cuarto trimestre del 2019 (es decir, previo a la pandemia) en el cuarto trimestre del 2021. En la serie anual, sería hasta en el 2022 cuando se alcance la recuperación completa de la producción.

La recuperación de la actividad económica refleja el efecto positivo sobre la producción y la demanda agregada del repunte en la actividad económica mundial, con el consecuente impacto sobre la demanda externa, y de la flexibilización de las medidas de confinamiento en Costa Rica. También ha incidido el proceso de vacunación, que empezó a finales del 2020, y logró un avance significativo a partir de abril, conforme la cantidad de dosis recibidas por el país fue aumentando. La inmunización ha permitido un visible descenso en la tasa de letalidad por el virus.

Debido a la flexibilización de las restricciones sanitarias y a la creciente tasa de vacunación de la población, la movilidad de los costarricenses hacia tiendas y ocio, supermercados y lugares de trabajo ha aumentado, lo que favorece la actividad económica. A partir de abril del 2021, sin embargo, se presentó un fuerte aumento en la tasa de contagio y en la cantidad de hospitalizados, hasta agotar la capacidad hospitalaria (Recuadro 2). Ello ha obligado a las autoridades a reintroducir medidas de restricción, aunque claramente menos fuertes que las adoptadas en el 2020.

Además, en la recuperación ha contribuido la política monetaria expansiva y contracíclica del Banco Central y el ajuste de la normativa prudencial por parte las autoridades financieras (superintendencias y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero) para procurar mejores condiciones crediticias para el sector privado.

Por otra parte, la recuperación económica ha sido contrarrestada parcialmente por un deterioro en los términos de intercambio, que a su vez obedece al fuerte aumento en los precios de las materias primas importadas por Costa Rica. Para el 2021 como un todo, se estima un deterioro en los términos de intercambio de 4,7% (Recuadro 5).

Cuando se analizan las variaciones en el PIB por componentes del gasto (Cuadro A.1. del anexo estadístico), se tiene que el incremento en la producción en el primer semestre del año fue explicado por el repunte de la demanda externa, aunado a la recuperación del consumo y la inversión.

La evolución en el primer semestre de las exportaciones de bienes en volumen (con una tasa de crecimiento interanual de 17,3%) combina el persistente dinamismo en los productos del régimen especial, particularmente de implementos médicos<sup>18</sup>, con la recuperación en las ventas de productos manufacturados del régimen definitivo<sup>19</sup> y las mayores ventas de piña, plantas y follajes.

---

<sup>18</sup> Explicado por nuevos mercados y la reactivación de productos relacionados con cirugías electivas, que presentaron una menor demanda en el 2020 (efecto pandemia).

<sup>19</sup> Este resultado es coherente con la recuperación en las ventas dirigidas al mercado de Centroamérica y Panamá, que representa del 53% del total de las ventas externas de este grupo de empresas.

En el caso del volumen de la exportación de servicios, se observa una disminución interanual de 9,0% en el primer semestre. Ello obedece al menor ingreso de turistas, principalmente en el primer trimestre del 2021, pues en el segundo se observan variaciones positivas y, de hecho, el arribo de turistas superó lo esperado.

El crecimiento de las importaciones de bienes en volumen (11,8% interanual en el primer semestre) combina la mayor cantidad de barriles de hidrocarburos con el incremento en las compras de insumos vinculados a las industrias metalúrgica, química, farmacéutica y alimenticia, así como de bienes de capital, particularmente, maquinaria relacionada con el proceso de ensamble de la industria tecnológica. Por su parte, las importaciones de servicios crecieron 4,1%, producto del mayor flujo de comercio y su impacto en los servicios de transporte de carga, de los servicios empresariales y del turismo emisor.

En la demanda interna destacó el aumento en la formación bruta de capital fijo, en especial por la inversión privada en equipo de origen importado para manufactura y servicios<sup>20</sup>, así como por la inversión pública en equipo de transporte ferroviario. Ello fue ligeramente compensado por las menores obras de construcción pública y la contracción en nuevas construcciones privadas, tanto de vivienda como no residenciales.

El consumo de los hogares en el primer semestre muestra una ligera recuperación (0,7% interanual), luego de la caída de -3,4% en el I semestre del 2020. La menor caída en el ingreso disponible (-0,4% en el I semestre del 2021 contra -1,7% en igual lapso del 2020) y la relativa mejora en los niveles de desempleo, explican las mayores compras de bienes no duraderos y semiduraderos (combustibles, alimentos, prendas de vestir y calzado). Sin embargo, continúa deprimido el consumo de servicios, como comidas y bebidas fuera del hogar y los de educación.

El gasto en consumo del gobierno general creció en el primer semestre un 1,4% interanual, debido principalmente a los gastos en salud (contratación de personal y compras de bienes y servicios, donde destacan las vacunas contra el COVID-19). Las actividades de administración y enseñanza en este semestre reflejaron una política de contención del gasto por la aplicación de la regla fiscal (Ley 9635), particularmente en las remuneraciones (congelamiento de plazas vacantes), y la compra de bienes y servicios. Los servicios de enseñanza pública reflejaron la suspensión del curso lectivo en el bimestre mayo-junio, lo que implicó una caída en el indicador de producción.

Por componentes de oferta, la mejora en la evolución del PIB estuvo centrada en actividades productoras de bienes y servicios para atender, principalmente, la demanda externa y en menor proporción la demanda interna. Particularmente, en el primer semestre del 2021 destacó el impulso en las actividades manufactureras, comercio y servicios financieros, que ubicó su nivel de producción en valores cercanos o superiores a los registrados previos a la pandemia. De igual forma, en el desempeño de este primer semestre contribuyó la menor caída en los servicios de transporte y almacenamiento y hoteles y restaurantes, que aún presentan niveles inferiores a los registrados previos a la crisis (Gráfico 12 y Cuadro A.3 del anexo).

---

<sup>20</sup> En particular de instrumentos y aparatos de medida o control, equipo médico, aparatos para la realización de pruebas de dispositivos semiconductores y control de magnitudes eléctricas, entre otros.

Por régimen de comercio, el crecimiento del primer semestre se explica en mayor medida por el incremento en las actividades del régimen especial (14,2% contra 11,6% un año antes), aunado a la recuperación del régimen definitivo, que mostró una variación interanual de 0,3% (-3,8% en igual periodo del 2020).

Según actividad económica sobresale lo siguiente:

- En la manufactura destacó el dinamismo de las empresas del régimen especial (implementos médicos y algunos productos alimenticios). A ello se sumó la recuperación en la producción de empresas del régimen definitivo, en especial de bebidas, plástico, hierro y acero y pilas<sup>21</sup>.
- El crecimiento del comercio fue coherente con el impulso en la demanda por materiales de construcción y ferretería, combustibles, productos eléctricos y electrónicos. A esto se sumó una mayor demanda por los servicios de mantenimiento y reparación de vehículos.
- Los servicios financieros y seguros crecieron por los servicios de intermediación financiera así como por las comisiones por tarjeta de crédito y seguros.
- El transporte y almacenamiento presentó una menor caída, en parte por el dinamismo del comercio internacional, que impulsó los servicios de transporte de carga y de mensajería (comercio electrónico), principalmente en supermercados, restaurantes, tiendas de ropa y artículos para el hogar. Sin embargo, esto no fue suficiente para compensar la caída en los servicios de transporte de pasajeros (autobuses y taxi).
- El mayor ingreso de turistas quedó de manifiesto en la evolución de hoteles y restaurantes.
- La construcción, tanto con destino público como privado, se contrajo en el primer semestre. La pública reflejó el menor volumen de construcción en proyectos de energía eléctrica, cuyo efecto fue ligeramente compensado por la construcción de carreteras, caminos, puentes y obras de infraestructura hospitalaria. En el caso de la privada, la disminución estuvo asociada con la construcción de viviendas y obras no residenciales, cuyo efecto fue parcialmente compensado por obras de edificios residenciales, por ejemplo.
- La actividad agropecuaria creció 1,2% (interanual) en el primer semestre. El resultado reflejó una mayor demanda externa de flores, follajes y piña<sup>22</sup>, así como productos de ciclo corto. Este efecto fue atenuado por la caída en el cultivo de café y caña; en el primer caso, por atrasos en la maduración del grano en las principales zonas productoras y en el segundo, por condiciones climatológicas adversas<sup>23</sup> que atrasaron la zafra 2020-2021 y afectaron la productividad por hectárea.

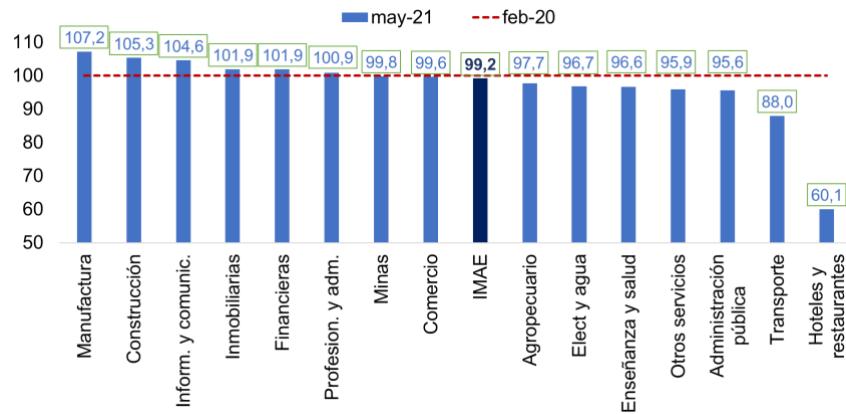
<sup>21</sup> La mejora en las ventas al mercado de Centroamérica y Panamá ha impactado en forma positiva a la producción de este grupo de empresas.

<sup>22</sup> La estabilización de los precios en piña incentivó a los productores a mantener sus hectáreas en producción.

<sup>23</sup> En el Pacífico Norte se experimentó un fuerte exceso de lluvias, mientras que en el Caribe Norte la precipitación se mantuvo en déficit. Dicho comportamiento en el Caribe llevó a la región a experimentar condiciones de sequía meteorológica, la cual persistió, aunque con menor fuerza a inicios de este 2021. Lo anterior se vio potenciado por la influencia de la Niña en el segundo semestre del año. *Pronóstico Temporada de lluvias 2021. Instituto Meteorológico Nacional.*

A pesar del repunte en el crecimiento económico en el primer semestre del 2021, el proceso de recuperación continúa siendo muy heterogéneo entre las industrias. Según el Índice Mensual de Actividad Económica a mayo del 2021, seis industrias presentan niveles de producción superiores a los observados en el mes previo a la pandemia (febrero del 2020). Por el contrario, actividades como las de transporte y hoteles y restaurantes muestran un volumen de producción inferior en 12% y 40% respectivamente, respecto al nivel de febrero del año previo (Gráfico 12).

**Gráfico 12. Índice Mensual de Actividad Económica**  
Nivel de la serie ajustada por estacionalidad (febrero 2020=100)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

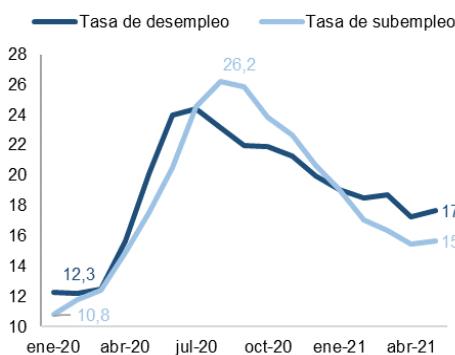
La evolución positiva de la actividad económica ha propiciado una mejora en los indicadores del mercado laboral. Sin embargo, la recuperación del mercado laboral ha perdido algo de fuerza en lo que transcurre del 2021, tanto en términos de las tasas de ocupación como de las de participación.

Concretamente, según los resultados de la Encuesta Continua de Empleo (ECE) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), en el trimestre móvil terminado en el mes de mayo, la tasa de desempleo se ubicó en 17,7%, 2,3 p.p. menos que el valor registrado en el mes de diciembre del año anterior (20%) y 6,7 p.p. menos que el valor máximo (24,4%) registrado en 2020 (Gráfico 13.A).

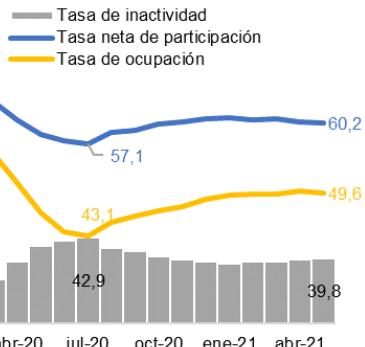
**Gráfico 13. Indicadores del mercado laboral**

En porcentajes

**Panel A**



**Panel B**



Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEC.

De manera similar, esta mejora se ha reflejado en menores tasas de subempleo. Dicho indicador pasó de 20,6% en diciembre del 2020 a 15,7% en mayo; equivalente a una reducción de 4,9 p.p., y además es 10,5 p.p. menor que el valor máximo (26,2%) registrado en agosto del año anterior.

La tasa de ocupación (Gráfico 13.B) también ha mostrado una recuperación respecto al valor mínimo registrado en julio de 2020 de 43,1%. Así, la tasa de ocupación ha aumentado 6,4 p.p. desde julio, para alcanzar 49,6% en el trimestre móvil terminado en mayo. Sin embargo, este aumento ha desacelerado, pues entre enero y mayo de 2021 la tasa de ocupación aumentó en 0,9 p.p. Por su parte, la tasa de participación neta subió 3,2 p.p. respecto a su nivel más bajo en 2020 (57,1% en julio del 2020), pero en lo que transcurrió de este año ha mostrado una ligera disminución (0,6 p.p.).

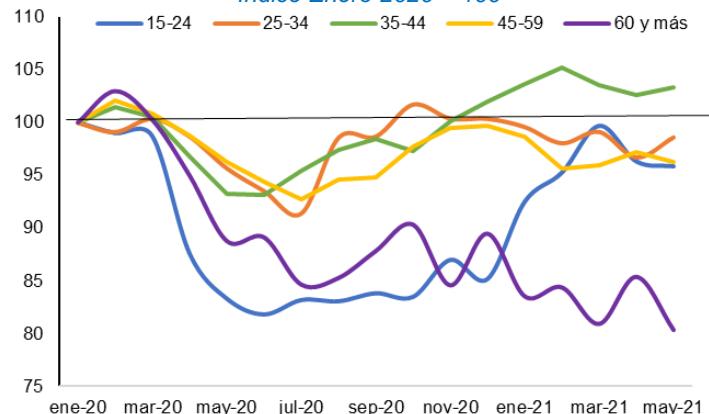
La pérdida de dinamismo en la creación de empleos se refuerza en la lenta recuperación de algunas industrias, que a la vez han tendido a concentrar mayores niveles de informalidad. Esto explica, en buena medida, el por qué los trabajadores informales han sido mucho más afectados durante la recesión.

La menor participación en el mercado laboral es más marcada en algunos grupos de trabajadores. En particular, la cantidad de trabajadores con edades superiores a los 60 años que se mantienen activos dentro de la fuerza laboral (es decir, que están ocupados o buscando empleo) se ha mostrado a la baja desde el inicio de la pandemia, y al mes de mayo este grupo fue un 20% menor con respecto a su nivel en enero del 2020. De forma similar, la cantidad de trabajadores entre 45 y 59 años que forman parte de la fuerza laboral mostró una recuperación durante la segunda mitad del 2020, pero en los primeros cinco meses de este año más bien tendió a la baja.

Por su parte, en el caso de los trabajadores jóvenes (15 y 24 años y 25 y 34 años), se observa que la participación sigue siendo menor a los niveles observados previo a la pandemia, y ha tendido a disminuir a partir del mes de marzo. Lo contrario ocurre con el grupo de edad media, entre 35 y 44 años, cuya participación fue la que menos se contrajo al inicio de la crisis y, desde noviembre, mantiene niveles superiores a los prepandemia (Gráfico 14).

**Gráfico 14. Población Económicamente Activa según grupos de edad**

Índice Enero-2020 = 100



Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEC.

La recuperación de la ocupación ha mostrado un carácter disímil entre trabajadores formales e informales. En el caso de los primeros, la contracción durante la primera parte del 2020 fue menor, y luego la recuperación fue más lenta en la segunda mitad del año 2020. Sin embargo, en los últimos meses la cantidad de empleos formales se ha tendido a recuperar más rápidamente. Así, al trimestre móvil finalizado en mayo, la cantidad de trabajadores formales es menor en apenas un 6% respecto al nivel observado en enero del 2020.

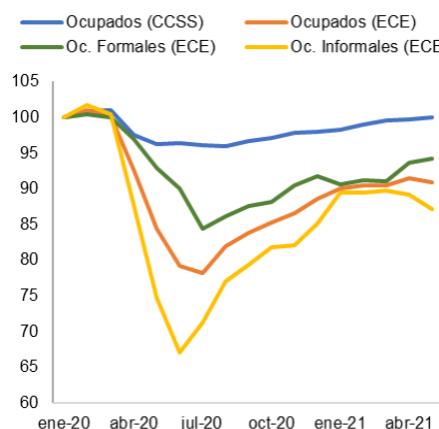
Este resultado es coherente con las estadísticas de trabajadores con seguro de salud publicadas por la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), las cuales indican que a mayo del 2021 la cantidad de trabajadores asegurados ya era prácticamente igual a la que había previo a la pandemia (Gráfico 15.A), alrededor de 1,8 millones de trabajadores.

Por otra parte, el empleo informal sufrió una contracción mucho más profunda a inicios de la pandemia (caída interanual del 33% en junio de 2020). En la segunda mitad del 2020 la recuperación del empleo informal fue muy rápida y vertiginosa. Sin embargo, se ha estancado en la primera mitad del 2021 y más bien ha caído en meses recientes. Al mes de mayo, la cantidad de trabajadores informales es un 13% menos que el nivel observado previo al inicio de la pandemia (Gráfico 15.A).

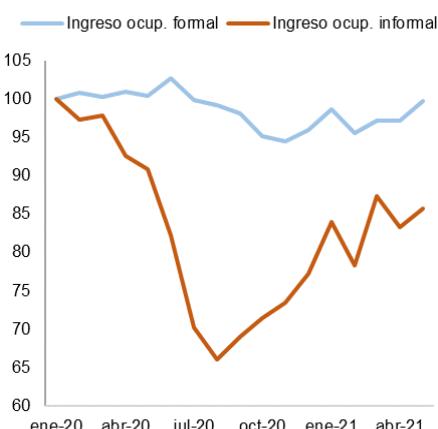
**Gráfico 15. Ocupación e ingresos según formalidad**

Índice Enero-2020 = 100

**A: Ocupación**



**B: Ingresos**



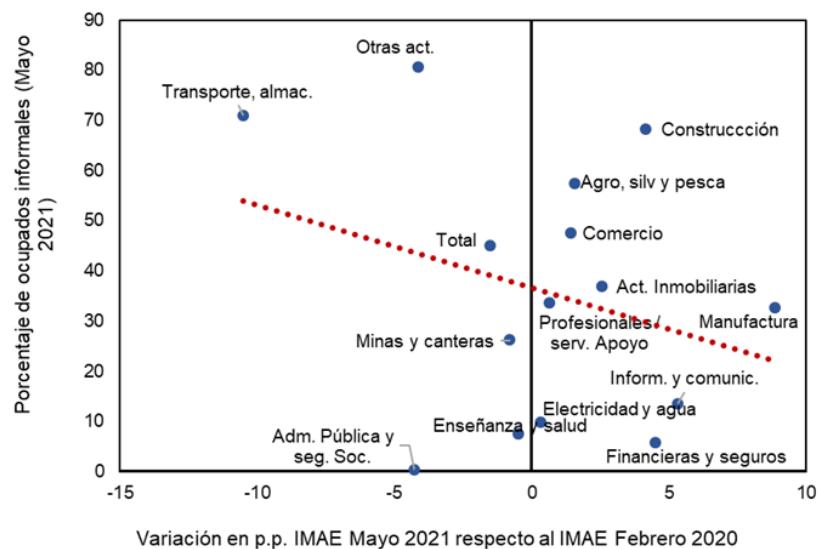
Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEC y CCSS.

Un comportamiento similar se observa en la trayectoria de los ingresos de trabajadores formales e informales. Las cifras de la ECE muestran que, para el caso de los trabajadores formales, el ingreso no solo mostró una mayor resiliencia, sino que ha logrado acercarse más rápidamente a los niveles observados a inicios del 2020. En contraste, el ingreso de los trabajadores informales, que es alrededor de una tercera parte del de los formales, llegó a caer un 33,9% en el mes de agosto del 2020. Luego de una notable recuperación en los restantes meses del 2020, ya en el 2021 el ingreso de los trabajadores informales se ha ralentizado, y al mes de mayo del 2021 está todavía un 14,4% por debajo de los niveles prepandemia (Gráfico 15.B).

La insuficiente recuperación del empleo informal puede estar asociada con el hecho de que algunas de las actividades económicas que presentan una mayor concentración de trabajadores informales son también las que fueron más golpeadas por la pandemia y las que han mostrado una recuperación más pausada, pues por la naturaleza de su proceso productivo tienden a ser más vulnerables a las restricciones de movilidad, como en el caso del transporte, la construcción, la agricultura y otras actividades de servicios (Gráfico 16).

**Gráfico 16. Trabajadores informales y variación del IMAE de mayo del 2021 con respecto al IMAE de febrero del 2020 por actividad económica**

*En porcentajes y puntos porcentuales*



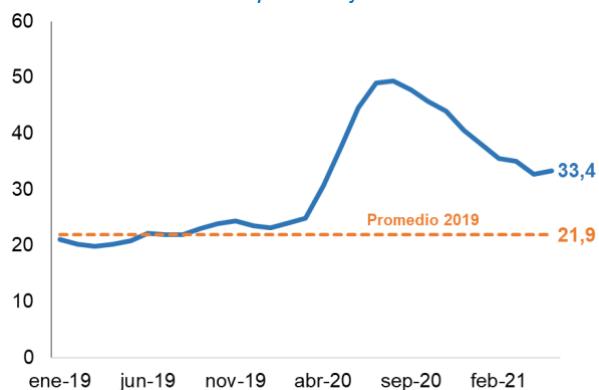
Nota: la actividad de alojamiento y servicios de comida no se incluye por presentar un valor atípico; sin embargo, debe indicarse que la proporción de ocupados informales en esta actividad es de 66,8% y la variación del IMAE en este lapso fue de -43,6 p.p., lo cual es coherente con el argumento de que las actividades con mayor informalidad muestran una convergencia lenta al nivel de producción prepandemia.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEC y BCCR

En síntesis, debe destacarse que, aunque se ha ralentizado en el 2021, ha habido una mejora significativa del mercado laboral en relación con lo observado en el período de mayor restricción al inicio de la pandemia (marzo-junio del 2020). Así, la tasa de subutilización del trabajo, que comprende el desempleo y el subempleo, y que en agosto del 2020 alcanzó un máximo de 49,4%, bajó en 16 p.p. a mayo del 2021, pero aún supera el promedio registrado en el 2019 (21,9%) (Gráfico 17). El aumento en el empleo y las horas trabajadas que refleja la mejora en la subutilización responde no solo a la recuperación de la actividad económica, sino también a las medidas de flexibilización laboral impulsadas por el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (flexibilización de contratos y jornadas). En ausencia de ellas, el aumento de la tasa de subutilización habría sido mucho mayor.

**Gráfico 17. Tasa de subutilización**

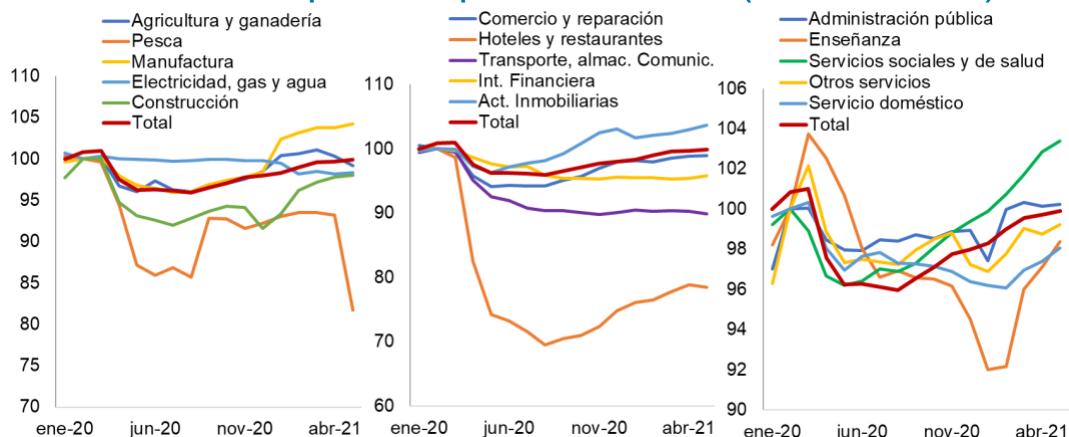
*En porcentajes*



Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEC.

En términos del empleo por actividad económica, las estadísticas de la CCSS señalan una recuperación del empleo formal. Así, la mayoría de las industrias registra niveles de ocupación superiores a los de febrero del 2020. Las excepciones son actividades como la agricultura, pesca, comercio, hoteles y restaurantes, transporte y el servicio doméstico, las cuales fueron de las más afectadas por las medidas de restricción de la movilidad (Gráfico 18).

**Gráfico 18. Índice empleo formal por rama de actividad (Febrero 2020= 100)**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la CCSS.

Esta crisis sanitaria ha forzado la implementación de ajustes en los métodos de trabajo, como la adopción del teletrabajo, el uso más intensivo de herramientas tecnológicas en muchas tareas operativas y jerárquicas y el menor uso de espacios físicos para la producción. El que estas nuevas prácticas se hayan mantenido por un periodo considerable (poco más de un año), hace previsible que una vez alcanzada la inmunidad colectiva, las empresas saquen provecho de este proceso de aprendizaje para cambiar permanentemente las formas de producción. Ello podría llevar a la destrucción de algunos puestos de trabajo, y podría por ende darse una recuperación económica acompañada de mejoras más moderadas en el empleo y sesgadas hacia cierto tipo de ocupaciones.

## Recuadro 2. Evolución y estado actual de la pandemia por COVID-19 en Costa Rica.

La pandemia por el COVID-19 sigue afectando la salud y economía mundiales. La aparición de distintas variantes del virus, más contagiosas y letales, así como el cansancio de las personas de acatar las medidas sanitarias, provocaron nuevas olas de contagio en el mundo y nuevas rondas de cierres y restricciones a la movilidad. Sin embargo, algunos países se aproximan a la inmunidad colectiva, lo que les permitirá moverse gradualmente hacia la nueva normalidad que resulte luego de la pandemia.

En Costa Rica, después de una fuerte y larga segunda ola que inició en junio del 2020, los casos nuevos confirmados mostraron una disminución en enero del 2021 y se mantuvieron bajos y estables en el bimestre febrero-marzo (Gráfico 2.1). Como resultado, las medidas sanitarias se flexibilizaron e inició el ciclo escolar en modalidad combinada (presencial-virtual).

Sin embargo, en el siguiente bimestre (abril-mayo) se enfrentó una agresiva tercera ola de contagios, y los casos confirmados mostraron un comportamiento al alza. A mediados de mayo se registró la mayor cantidad de casos diarios desde que inició la pandemia (3.173 en un solo día), con un promedio móvil de confirmados diarios de 2.574. Además, de manera consecuente, el 25 de mayo se registró la mayor cantidad de hospitalizados (1.482, de los cuales 937 en salón y 545 en unidades de cuidado intensivo (UCI)), y se sobrepasó la capacidad hospitalaria para la atención de pacientes COVID-19. Una razón que podría explicar este incremento es el relajamiento de las medidas sanitarias durante la Semana Santa (del 29 de marzo al 4 de abril del 2021).

Dado lo anterior, a mediados de abril se retomó la restricción vehicular sanitaria en fines de semana por placa, y a mediados de mayo se amplió por placa entre semana y se disminuyó el aforo en establecimientos comerciales, religiosos, recreativos, entre otros. Estas medidas estuvieron vigentes hasta el 11 de julio, cuando se flexibilizaron.

Además, el 24 de mayo se suspendió el ciclo lectivo, y se reanudó el 12 de julio. Estas medidas más restrictivas permitieron disminuir la cantidad de casos confirmados en semanas más recientes (Gráfico 2.1).

**Gráfico 2.1. Casos confirmados por COVID-19 (promedio móvil de 7 días)**



Fuente: Ministerio de Salud.

La variación en los casos confirmados se observa en la tasa de reproducción de la pandemia, conocida como “tasa R” (Gráfico 2.2). Con datos al 23 de julio, la tasa tiene un valor de 0.99. Los valores de la tasa evidencian los efectos de las medidas tomadas por el Gobierno y de los eventos que, de acuerdo con el Centro Centroamericano de Población de la Universidad de Costa Rica<sup>1</sup>, han marcado la tendencia en los casos positivos.

**Gráfico 2.2. Tasa R (enero 2021-julio 2021)**

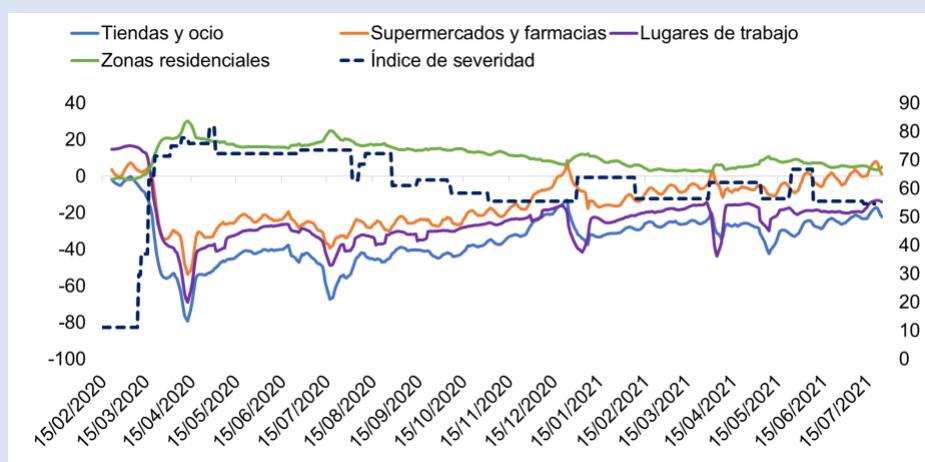


Fuente: CCP-UCR.

Pese al aumento en los casos, la tasa de letalidad se ha mantenido entre 1,25% y 1,37% en los últimos 6 meses.

Por otra parte, en el Gráfico 2.3 se observa un aumento en la movilidad hacia tiendas y ocio, supermercados, lugares de trabajo, y una disminución en la movilidad en las zonas residenciales, a pesar de la relativa estabilidad de las medidas de confinamiento y restricción, como se observa en el índice de severidad. Eso sugiere que las personas se han ido adaptando a las medidas de restricción y han aumentado gradualmente su movilidad.

**Gráfico 2.3. Indicadores de movilidad diarios (promedio móvil de 7 días)<sup>1</sup> e índice de severidad en Costa Rica**

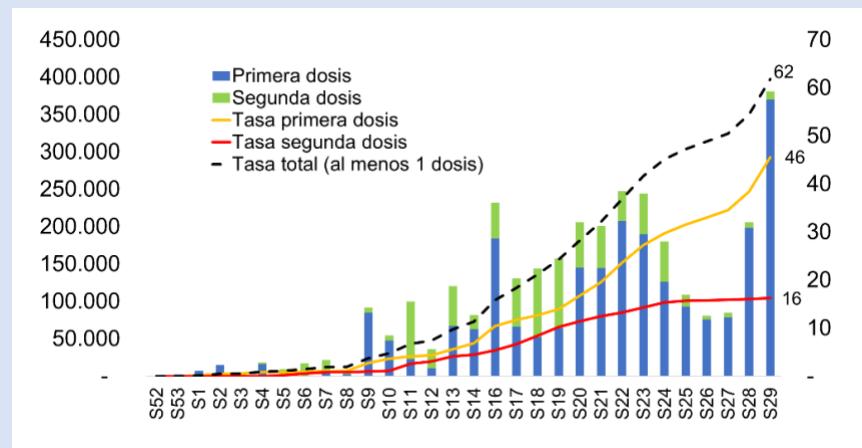


<sup>1</sup> Comparado con el periodo base entre el 3 de enero y el 6 de febrero de 2020.  
Fuente: Google y Universidad de Oxford.

<sup>1</sup> <https://ccp.ucr.ac.cr/index.php/tasa-r-covid-19.html>.

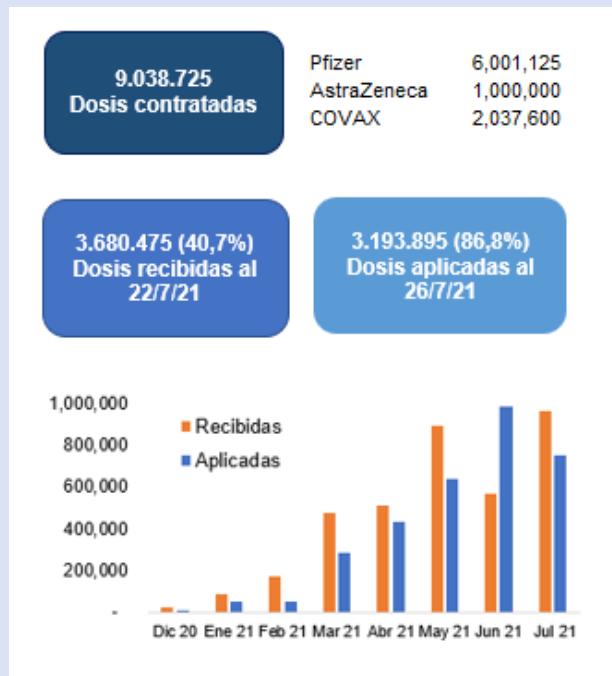
A la par de esos vaivenes en las tasas de contagio, hospitalización y restricción, el país ha ido avanzando con el proceso de inmunización. Ese proceso empezó en Costa Rica a finales del 2020. Sin embargo, es hasta abril (semana 16) cuando se logró un avance significativo. Cabe resaltar el avance en la semana 29 (del 19 al 26 de julio) de la aplicación de primeras dosis, debido a la donación de 500.000 dosis por parte del Gobierno de Estados Unidos recibidas el 13 de julio (Gráfico 2.4).

**Gráfico 2.4. Cantidad de primera y segunda dosis aplicadas y tasa por cada 100 habitantes (eje derecho)**



Fuente: Caja Costarricense del Seguro Social.

**Figura 2.1. Detalle de vacunas contratadas, recibidas y aplicadas**



Fuente: Comisión Nacional de Emergencia (CNE) y Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS).

Aunque la capacidad operativa de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) para desplegar las vacunas es un factor relevante, en la práctica el avance en la inmunización en nuestro país ha sido esencialmente función de la entrega de dosis por parte de las empresas farmacéuticas contratadas (Pfizer, AstraZeneca) y del mecanismo COVAX. Como se muestra en la Figura 2.1, en el segundo trimestre del año se recibió una mayor cantidad de dosis.

El avance por grupo de edad se muestra en el siguiente cuadro 2.1:

**Cuadro 2.1. Avance por grupo priorizado**

*En porcentajes*

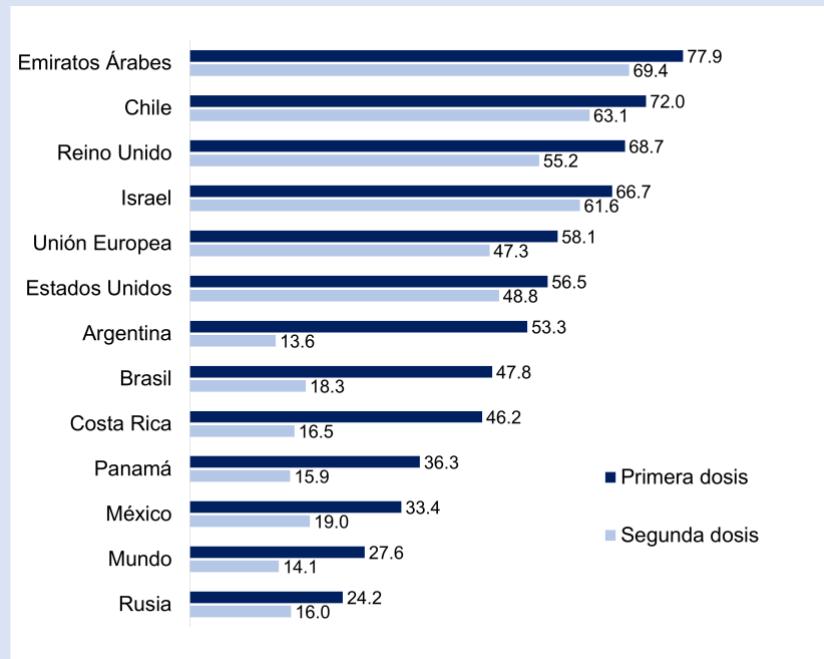
	12-19	20-39	40-57	58 y más
Primera dosis	29	40	66	90
Segunda dosis	0	4	5	87

Fuente: Caja Costarricense del Seguro Social con datos al 26 de julio 2021.

El Ministerio de Salud inició la inmunización del grupo 5 (personas entre 12 y 57 años sin factores de riesgo) en julio, sujeto al aumento en la entrega de vacunas por parte de Pfizer<sup>2</sup>.

En el ámbito internacional, la tasa de vacunación de Costa Rica es moderada, con una proporción de 16,5 personas con dos dosis de la vacuna por cada 100 habitantes. Ello lo pone encima de la media mundial de 14,1 personas (Gráfico 2.6).

**Gráfico 2.6. Vacunados con primera y segunda dosis por cada 100 habitantes**



Fuente: Our world in data, al 27 de julio del 2021.

<sup>2</sup> <https://www.ministeriodesalud.go.cr/index.php/centro-de-prensa/noticias/746-noticias-2021/2134-comision-de-vacunacion-trabaja-en-estrategias-de-inmunizacion-contra-covid-19-para-la-possible-apertura-de-grupo-5-a-finales-de-julio>.

## 1.2.2 Balanza de pagos

En el primer semestre del 2021 el déficit de la cuenta corriente registró un incremento respecto al mismo periodo del año anterior. Dicho resultado se debió, principalmente, al menor ingreso de turistas al país, que propició una caída en el superávit de servicios y, en menor medida, al incremento en el déficit comercial de bienes y de la cuenta de ingreso primario. Por su parte, los flujos financieros netos hacia el país no fueron suficientes para financiar la brecha negativa de la cuenta corriente, lo que llevó al uso de activos de reserva por 0,1 p.p. del PIB.

En el primer semestre del 2021, el déficit de la cuenta de bienes se ubicó en 2,9% del PIB, superior en 0,3 p.p. con respecto al acumulado en el mismo periodo del año previo. Las importaciones de bienes aumentaron en un 22,6% en forma interanual, principalmente por el crecimiento de las compras de materias primas para la manufactura, bienes de consumo (duradero y no duradero) y, en menor medida, bienes de capital. Adicionalmente, la factura petrolera registró un incremento interanual de 52,2%, explicado por el incremento tanto en la cantidad de barriles importados (13,7%) como en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos (33,9%). Este aumento en los precios del petróleo y otras materias primas importadas por Costa Rica incidió en los resultados de la balanza comercial de bienes y servicios, y por tanto en la cuenta corriente (Recuadro 5).

Por su parte, el resultado de las exportaciones de bienes combinó el dinamismo en las ventas de las empresas del régimen especial (37,8%) y del régimen definitivo (13,3%). En el primer grupo destacaron las ventas de implementos médicos destinados al mercado norteamericano, mientras que en el segundo grupo sobresalieron los productos manufacturados. Las ventas de productos agropecuarios mostraron niveles similares a los observados en el primer semestre del año anterior.

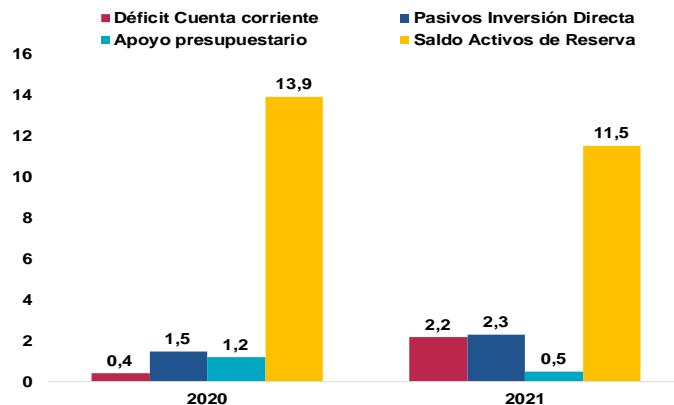
Acorde con el comportamiento esperado en el turismo, la cuenta de servicios mostró en este periodo una reducción en el superávit de 1,1 p.p. del PIB, explicada fundamentalmente, por la caída neta en la cuenta de viajes (1,2 p.p. del PIB), mientras que el resto de los servicios mantuvo su participación respecto al PIB. En este último grupo sobresale el crecimiento de los otros servicios empresariales, telecomunicaciones, informática e información, los cuales fueron compensados por un mayor déficit en los servicios de transporte.

En el primer semestre del 2021, el ingreso primario registró un mayor déficit (0,3 p.p. del PIB) respecto al mismo periodo del año previo, en mayor medida por el incremento en la renta de la inversión directa, asociado tanto a mayores flujos de dividendos al resto del mundo como a reinversión de utilidades, en especial hacia la actividad manufacturera.

En conjunto, estos movimientos llevaron a un aumento en el déficit de cuenta corriente de 1,8 p.p. del PIB, para llevarlo a 2,2% del PIB (Gráfico 19 y Cuadro A.5).

**Gráfico 19. Balanza de pagos, componentes seleccionados al primer semestre de cada año<sup>1</sup>**

Porcentajes del PIB



<sup>1/</sup> Primer semestre del 2021 preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Con respecto a la cuenta financiera, el país registró un ingreso neto de recursos de alrededor de 2,0% del PIB, lo que contrasta con la salida neta observada en el mismo periodo del año anterior (0,3% del PIB). Lo anterior tiene sustento en que el sector privado obtuvo en este lapso financiamiento externo neto por el equivalente a 2,3% del PIB (0,9% en el primer semestre del 2020). En ese resultado predominó la inversión directa (2,3% de PIB), que mostró un incremento de 0,8 p.p. del PIB con respecto al registrado hace un año (Recuadro 3).

Por su parte, el sector público mostró una menor salida neta respecto al mismo lapso del año previo (1,2% y 0,3% del PIB en 2020 y 2021, respectivamente), principalmente, por la caída de los activos externos de bancos públicos (*USD* 57,1 millones), en contraste con la constitución de activos externos observado en el mismo lapso del año previo (*USD* 398,2 millones). Adicionalmente, se registró el ingreso de los recursos del crédito de apoyo presupuestario que contrató el Gobierno con el Banco Mundial (Ley 9988) por *USD* 300 millones.

El acceso a recursos externos resultó insuficiente para financiar el resultado conjunto en la cuenta corriente y la cuenta de capital, lo que condujo al uso de activos de reserva por el equivalente a 0,1% del PIB. Este acervo alcanzó un nivel de *USD* 7.141 millones, equivalente a un 11,5% del PIB y 6,3 meses de importaciones del régimen definitivo.

### **Recuadro 3. Evolución de la inversión directa en Costa Rica y su comportamiento durante la pandemia.**

Costa Rica es una economía pequeña de ingreso medio alto que, en forma deliberada y con particular fortaleza a partir de los años 80 de la década pasada, ha propiciado un enfoque de inserción continuo en los mercados reales y financieros externos. Este enfoque de crecimiento hacia afuera ha permitido acceder a recursos de no residentes bajo la modalidad de inversión directa.

La inversión directa genera múltiples beneficios para el país anfitrión: crecimiento de la producción, oportunidades de empleo y formación de capital humano, exportaciones, generación y transferencia de tecnología, mejoras en la productividad, acceso a nuevos mercados, financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos, entre otros. Adicionalmente, la atracción de inversión directa ha permitido generar encadenamientos con empresas locales, diversificar la producción y la oferta de exportaciones y, de esa forma, aumentar las razones de apertura comercial y financiera del país.

Desde una perspectiva de mediano y largo plazo, el país ha materializado acciones que han favorecido la estrategia de apertura comercial y atracción de inversión directa: la adhesión al Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio y a la Organización Mundial de Comercio, la aprobación de acuerdos comerciales preferenciales y de acuerdos de protección y promoción recíproca de las inversiones, entre otras acciones.

A esas políticas de apertura a las inversiones, se unen algunas condiciones favorables del país. Aunque la economía nacional aporta cerca de media décima de punto porcentual de la producción y de las exportaciones de bienes y servicios mundiales, es percibida como una nación con fortalezas en términos de la calidad del recurso humano, la estabilidad política y la favorable ubicación geográfica para la realización de negocios con los principales socios comerciales y financieros. También, indicadores como el de facilidad de hacer negocios y el de competitividad ubican al país, si bien lejos de los mejores, al menos como un destino con condiciones aceptables para emprender actividades productivas

Todos estos factores han favorecido el establecimiento de empresas extranjeras, particularmente en los regímenes especiales de comercio exterior, orientadas a la exportación de bienes y servicios y conectadas a diferentes etapas dentro de las cadenas globales de valor.

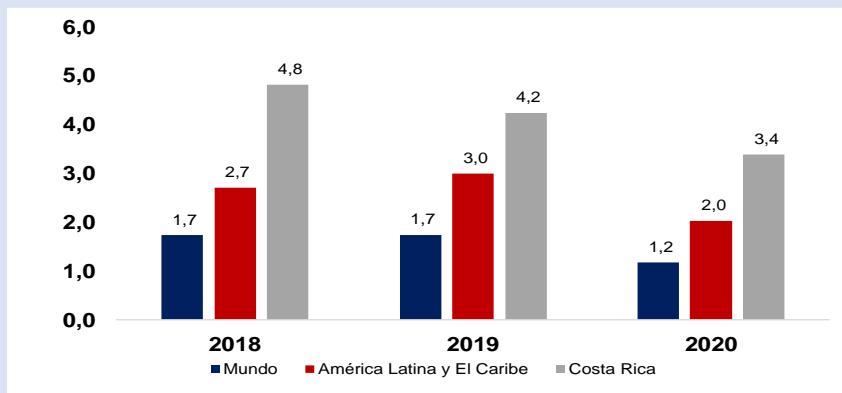
Así, Costa Rica ha sido exitoso en la atracción de ahorro externo bajo la modalidad de inversión directa. De hecho, el país está en el grupo de países de América Latina que en términos per cápita captura más ingresos de inversión directa, luego de Panamá y Chile, y por encima de Uruguay y Brasil.

Por ejemplo, en las primeras dos décadas del siglo actual los flujos de inversión directa hacia el país representaron en promedio un 5,6% del PIB, razón superior en 3,1 p.p. respecto a la observada en los dos últimos decenios del siglo veinte. Estos flujos fueron mayores a la brecha en la cuenta corriente y han propiciado una estructura favorable de la posición externa. En el lapso 2000-2020 los flujos de inversión directa fueron en promedio 1,5 veces la cuenta corriente de la balanza de pagos y representaron un 61% del total de los pasivos del país con no residentes.

Incluso durante el 2020, en el convulso contexto asociado a la pandemia del COVID-19, los flujos de inversión directa representaron un 3,4% del PIB (Gráfico 3.1), con una caída en el valor nominal de 22,7% respecto al 2019, inferior al 34,7% y 45% registrados en el mundo y en América Latina, respectivamente.

**Gráfico 3.1. Flujos de inversión directa**

*En porcentajes del PIB*



Fuente: Banco Mundial y BCCR.

Así, aún en el 2020, el ingreso por concepto de inversión directa más que financió el déficit en la cuenta corriente (1,6 veces) y representó un 68,4% del total de pasivos del país con no residentes. Estos recursos fueron canalizados principalmente al régimen especial de zonas francas y, mayoritariamente, a actividades de manufactura (66%) y de servicios (12%).

### 1.2.3 Finanzas públicas

Las cifras fiscales muestran una significativa mejora en comparación con el año anterior. El resultado primario acumulado a junio muestra un superávit de 0,2%, que contrasta con el déficit de 1,4% registrado en igual periodo del año anterior; mientras que el déficit financiero ascendió a 2,2% del PIB (3,7% en igual lapso un año antes). Estos resultados reflejan un aumento importante en la recaudación y una encomiable reducción en el gasto primario y total.

Las cifras fiscales muestran una significativa mejora en comparación con el año anterior, como consecuencia de un fuerte aumento en los ingresos tributarios y la reducción en el gasto corriente primario, asociada a la aplicación estricta de la regla fiscal.

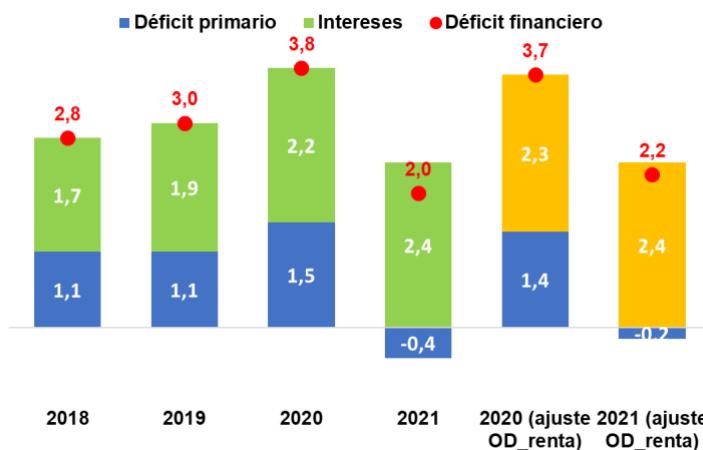
Antes de presentar las cifras fiscales, es preciso notar que en el 2021 coincidieron dos cambios, establecidos por mandatos legales, que alteran la comparabilidad de las cifras para el Gobierno Central (GC): la consolidación de las operaciones de los órganos desconcentrados (OD) con las del GC a partir del 2021, conforme a lo establecido en la Ley 9524; y la ampliación a 15 meses, por una sola vez, del periodo de declaración del impuesto sobre la renta, como parte de la transición al año calendario como año fiscal ordenado en la Ley 9635<sup>24</sup>. Por ello, es preciso

<sup>24</sup> La Ley 9635 reformó el artículo 4 de la Ley 7092, para establecer que el periodo fiscal ordinario del impuesto sobre la renta fuera del 1.<sup>º</sup> de enero al 31 de diciembre de cada año. Así, los contribuyentes inscritos al entrar en vigencia la Ley 9635 declararon un periodo de 15 meses por única vez (octubre 2019 a diciembre 2020), en marzo del 2021. Además, la “Ley de fortalecimiento del control presupuestario de los Órganos Desconcentrados del Gobierno Central” (Ley 9524), estableció que las operaciones de los OD se consolidan con las del GC a partir del 2021.

realizar algunos ajustes estadísticos que permitan estimar la evolución fiscal y la magnitud del esfuerzo de consolidación fiscal sobre bases comparables (Gráfico 20).

**Gráfico 20. Resultados del Gobierno Central**

Porcentajes del PIB



OD: Órganos descentralizados.

Fuente: Elaboración del BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

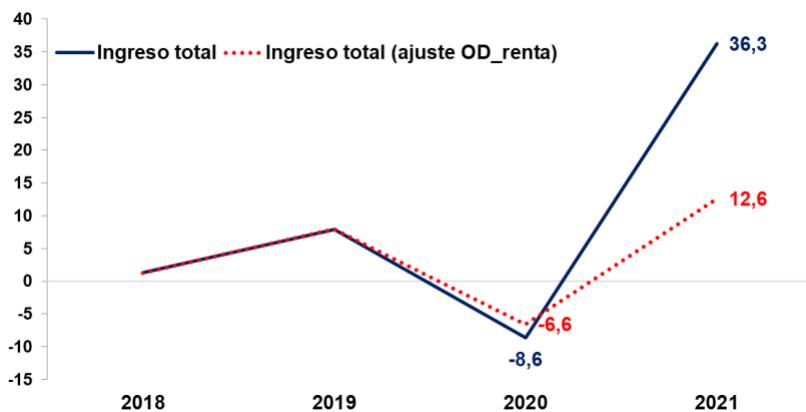
Al considerar estos ajustes<sup>25</sup>, se estima que en el primer semestre del 2021 el resultado primario arrojó un superávit de 0,2% del PIB, comparado con un déficit primario de 1,4% del PIB en el mismo periodo del 2020, en tanto que el déficit financiero fue de 2,2% del PIB, notablemente inferior al déficit de 3,7% en el primer semestre del 2020. Es claro, por lo tanto, que en el 2021 ha habido una mejora efectiva y muy importante en los resultados fiscales en comparación con el año precedente.

Este resultado refleja esfuerzos tanto por el lado de los ingresos como del gasto. En primer lugar, se dio un repunte significativo de los ingresos totales, que crecieron 12,6% (contra una contracción de 6,6% en 2020) (Gráfico 21). La mejora en la recaudación está asociada con las reformas tributarias que introdujo la Ley 9635 y con la recuperación de la actividad económica desde la segunda mitad del año anterior, que resultó en un incremento en los ingresos por impuestos aduaneros (congruente con el mayor dinamismo de las importaciones<sup>26</sup>), por el impuesto único a los combustibles y por el impuesto a la propiedad de vehículos.

<sup>25</sup> Estos ajustes los realiza el Banco Central con base en cifras del Ministerio de Hacienda. Específicamente, según las estimaciones del Ministerio de Hacienda de la recaudación del impuesto sobre la renta de personas jurídicas realizada en marzo pasado, un 35% corresponde al efecto de la extensión de los 15 meses para declarar el impuesto sobre la renta (Ley 9635). Además, se consolidan las operaciones de los OD con las del Gobierno Central en el 2020.

<sup>26</sup> Asociado a la mayor importación de bienes de consumo no duradero, como productos farmacéuticos y de tocador; de los bienes de consumo duradero, como herramientas y accesorios; y de las materias primas para industrias.

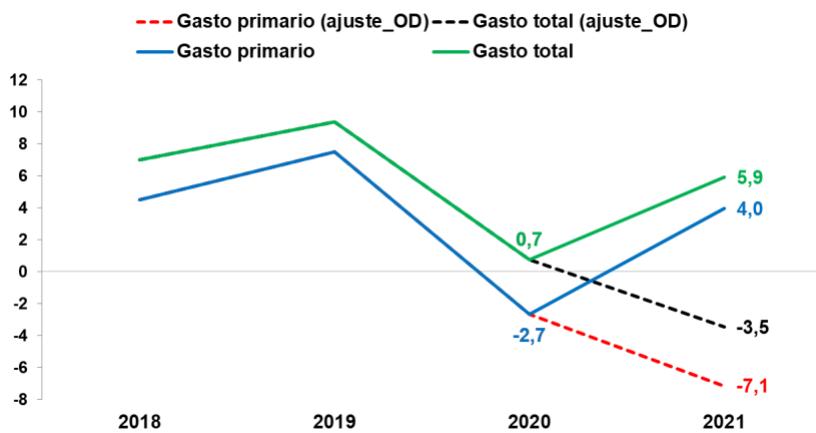
**Gráfico 21. Gobierno Central: Ingresos totales**  
*Variación interanual*



Fuente: Elaboración del BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

Por el lado del gasto, el gasto primario (que es igual al gasto total menos el gasto por intereses) se contrajo en 7,1% (Gráfico 22) con respecto a igual periodo del 2020 (frente a una caída de 2,7% un año antes), principalmente como consecuencia del esfuerzo por racionalizar los gastos corrientes primarios más allá de lo contemplado por la regla fiscal. En particular, las transferencias corrientes cayeron 15,5%.

**Gráfico 22. Gobierno Central: Gastos totales y primarios**  
*Variación interanual*



Fuente: Elaboración del BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

Estos esfuerzos por contener el gasto se han hecho sin poner en riesgo la atención del gasto social prioritario. Por su parte, el gasto por intereses aumentó en un 10,9% (para alcanzar un 2,4% del PIB en el primer semestre), como consecuencia del aumento en el saldo de la deuda. Eso llevó a una caída en el gasto total de 3,5%.

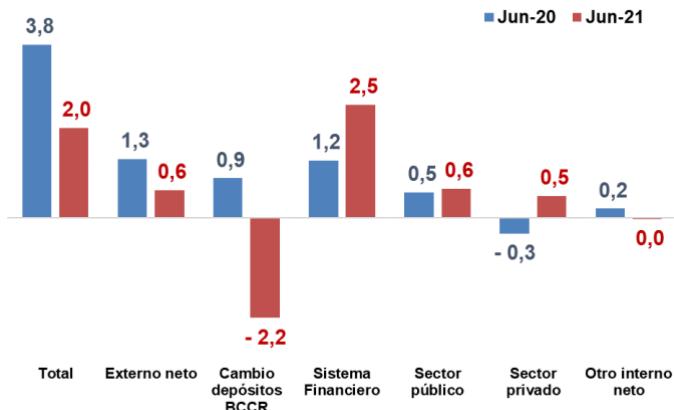
En síntesis, la mejora en el resultado fiscal se explica por la aplicación estricta de la regla fiscal y por el esfuerzo por contener el gasto más allá de lo que ordena la regla, así como por la reactivación económica y el aporte de las reformas tributarias introducidas en la Ley 9635. Tanto por el lado del gasto como de la recaudación, los efectos positivos de la Ley 9635 empiezan ya a rendir frutos sustanciales.

Por su parte, el Banco Central generó un déficit financiero de ₡35.769 millones (metodología de cuentas monetarias), equivalente a 0,1% del PIB, muy similar al observado en igual periodo del 2020. Dicho resultado obedeció, especialmente, a la reducción en el gasto por intereses sobre obligaciones en moneda nacional, en particular los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM).

El resto del sector público no financiero reducido, según cifras preliminares, acumuló durante este periodo un superávit financiero equivalente a 0,7% del PIB, ligeramente inferior al registrado en igual periodo del año previo (0,8% del PIB). Este resultado fue influenciado posiblemente por el impacto de la pandemia sobre las instituciones. Dado lo anterior, el déficit financiero del sector público global reducido se ubicó en el equivalente a 1,3% del PIB (cerca de 1,8 p.p. por debajo de lo registrado 12 meses atrás).

Por otro lado, el financiamiento neto acumulado del GC a junio del 2021 (Gráfico 23) mostró que la colocación neta de títulos de deuda interna (en especial, en el sistema financiero, por 2,5% del PIB) permitió atender no sólo el déficit financiero sino acumular depósitos en el BCCR por el equivalente a 2,2% del PIB.

**Gráfico 23. Gobierno Central: financiamiento neto**  
Porcentajes del PIB

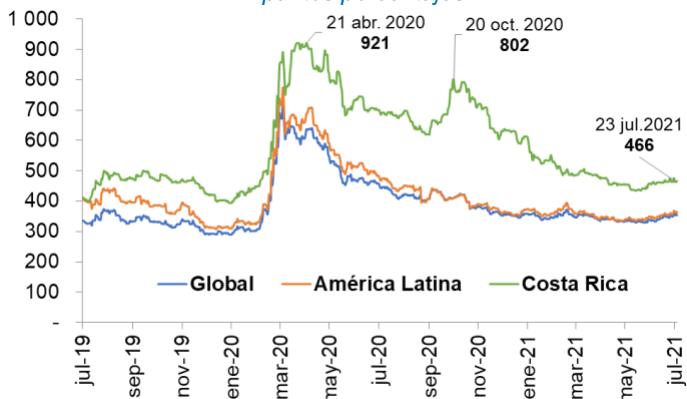


Fuente: Elaboración del BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

Durante el primer semestre del 2021, la mejora en la confianza de los agentes económicos (apuntalada por el convenio con el FMI y por los buenos resultados fiscales) permitió al GC captar recursos a tasas más bajas y plazos más largos en el mercado nacional. De forma similar, la prima por riesgo país, medida por el Índice Global de Mercados Emergentes (EMBIG), se ha venido reduciendo (Gráfico 24).

**Gráfico 24. Índice global de mercados emergentes (EMBIG)**

*En puntos porcentajes*

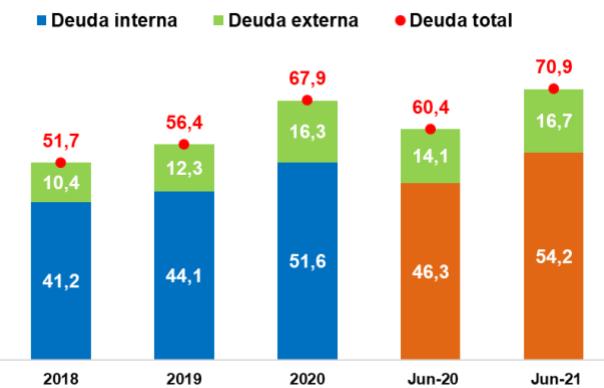


Fuente: Bloomberg.

A pesar de las cuantiosas colocaciones de deuda en el mercado local, los mejores resultados fiscales han permitido una notoria disminución en el ritmo de acumulación de deuda. En efecto, la razón de la deuda del GG respecto al PIB se ubicó en 70,9% en junio (Gráfico 25); esto es, 10,5 p.p. superior a lo registrado un año antes, pero apenas 3 p.p. por encima del saldo de diciembre pasado. En otras palabras, del incremento en la razón de la deuda en el último año, poco más de dos terceras partes se dieron en el segundo semestre del 2020 y menos de un tercio en el primer semestre del 2021.

**Gráfico 25. Gobierno Central: razón de deuda**

*Porcentajes del PIB*



Fuente: Elaboración del BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

Además, la Tesorería Nacional ha seguido una estrategia de financiamiento concentrada en la colocación de bonos de deuda interna en colones, por lo que el servicio de una parte importante de sus obligaciones en moneda extranjera (internas y externas) lo atendió mediante compras de divisas al BCCR. Según el análisis de riesgos que realiza la Dirección de Crédito Público (DCP), destaca en el siguiente Cuadro 1 que los riesgos de refinanciamiento, de tasa de interés y cambiario se han reducido en comparación con el 2018, y están alineados a la estructura deseada de mediano plazo. Además, la proporción de la deuda interna bonificada en dólares a junio del 2021 se encontraba casi alcanzando el límite de 20%.

**Cuadro 1. Balance de riesgos de la gestión de la deuda pública***Porcentajes y porcentajes del PIB*

<b>Tipo de riesgo</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>Jun-21</b>	<b>Estructura deseable mediano plazo</b>
<b>Refinaciamiento</b>						
Menos de 1 año	14,6	13,0	7,7	10,0	9,6	<b>5%-10%</b>
De 1 año a 5 años	31,8	39,8	35,8	35,8	37,1	<b>35%-45%</b>
Más de 5 años	53,6	47,2	56,5	54,3	53,3	<b>45%-55%</b>
<b>Tasa de Interés</b>						
Fija	71,2	71,5	74,2	73,0	75,0	<b>65%-75%</b>
Variable	21,1	22,1	19,9	22,1	20,3	<b>15%-20%</b>
Indexada	7,7	6,4	5,9	4,9	4,6	<b>5%-15%</b>
<b>Cambiarío</b>						
Colones	60,6	59,2	58,7	60,7	62,2	<b>60%-80%</b>
Dólares	39,4	40,8	41,3	39,3	37,8	<b>25%-35%</b>
<b>Fuente</b>						
Interna	79,0	79,8	78,1	76,0	76,5	
Externa	21,0	20,2	21,9	24,0	23,5	
<i>TP\$ (DI)</i>	19,0	21,2	19,9	17,1	16,1	
% DI	24,1	26,5	25,4	22,5	21,1	<b>20%</b>

Fuente: Elaboración del BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

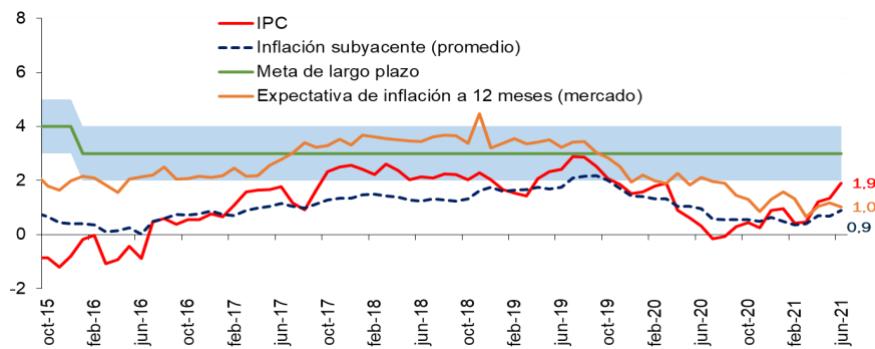
#### 1.2.4 Inflación

Durante el primer semestre del 2021 la inflación general y el promedio de los indicadores de inflación subyacente se mantuvieron por debajo del rango de tolerancia para la meta de inflación ( $3\% \pm 1$  p.p.), a pesar del ligero repunte en el segundo trimestre. Por el contrario, los precios al productor de la manufactura mostraron un crecimiento sostenido, con tasas de variación superiores a las de la inflación general.

Durante el primer semestre del 2021 la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), se mantuvo baja, pese al ligero repunte en el segundo trimestre. La inflación subyacente<sup>27</sup> también se mantuvo baja. El promedio de ambos indicadores fue de 1,1% y 0,6% respectivamente, y en junio se ubicaron en 1,9% y 0,9% en el mismo orden (Gráfico 26). Esas tasas son inferiores a la meta del 3% establecida por el Banco Central, e incluso al límite inferior del margen de tolerancia ( $\pm 1$  p.p.) alrededor de esa meta.

<sup>27</sup> Busca medir las tendencias inflacionarias de mediano plazo, que reflejan las presiones de demanda agregada sobre los precios. Se aproxima por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF), reponderación por persistencia (IRP), reponderación por volatilidad (IRV) y media truncada (IMT).

**Gráfico 26. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas**  
*Variación interanual, en porcentajes*



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

El repunte en la inflación a nivel de consumidor se asocia, en mayor medida, con:

- Efectos base; es decir, el hecho de que los puntos de referencia para la estimación de tasas de variación interanual sean los bajos niveles de precios observados a partir del segundo trimestre del 2020, debido al impacto del COVID-19<sup>28</sup> (Recuadro 4).
- El aumento en los precios de las materias primas importadas (Recuadro 5). En particular, el precio de los combustibles explicó el 69% de la inflación general en el segundo trimestre del 2021.
- La evolución del tipo de cambio (TC). Si bien los estudios del BCCR sugieren que, producto de una mayor flexibilidad cambiaria, el traspaso de variaciones en el tipo de cambio hacia la inflación se ha reducido, es posible que parte de la inflación observada en el 2021 se explique por el aumento en el tipo de cambio observado desde abril de 2020.

En general el comportamiento de la inflación general y subyacente es coherente con la persistencia de presiones desinflacionarias, manifiestas en la economía costarricense desde el 2019 y acentuadas a partir de abril del 2020 ante el impacto de la pandemia por COVID-19 sobre la actividad económica. Estas presiones se focalizan en una brecha negativa del producto, alta tasa de desempleo, un crédito al sector privado estancado y expectativas de inflación bajas según la información de mercado<sup>29</sup> (1,0% a 12 meses en junio del 2021 y ancladas en torno a 2,0% en los horizontes de 36 y 60 meses).

<sup>28</sup> En el primer trimestre del 2020, el promedio de las variaciones interanuales del IPC y de la subyacente fueron de 1,8% y 1,5% en ese orden, tasas que se desaceleraron a 0,6% y 1,1% en el segundo trimestre de ese año.

<sup>29</sup> Calculadas a partir de la información de los rendimientos de bonos de deuda del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Mayor detalle en Segura Rodríguez, C. (2019). Expectativas de inflación en el mercado de deuda soberana costarricense: ¿están ancladas?

#### Recuadro 4. Estimación del efecto base sobre la inflación.

Algunos eventos extraordinarios, como la crisis generada por la COVID-19, pueden manifestarse como un cambio en la tendencia del Índice de precios al consumidor<sup>1</sup>, que le desvían de la trayectoria que hubiera exhibido en su ausencia. Este efecto puede apreciarse en el Gráfico 4.1.

**Gráfico 4.1. Índice de precios al consumidor**  
Base diciembre 2020=100



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

Cuando los cambios en la serie del índice son grandes, comparar sus niveles transcurrido un año arroja tasas de variación interanual particularmente altas.

Así, el efecto base corresponde a la contribución que tienen los cambios extraordinarios en el nivel del índice que se experimentaron 12 meses atrás (periodo base) sobre la tasa de inflación interanual.

Una primera aproximación a este efecto se ilustra en el Gráfico 4.2 que compara la tasa de inflación con la tasa de variación interanual de la tendencia del IPC (estimada con un filtro Hodrick-Prescott).

**Gráfico 4.2. Índice de precios al consumidor**  
Base diciembre 2020=100



Fuente: BCCR con información de INEC.

<sup>1</sup> Cambios en la tasa impositiva es otro evento que puede generar un cambio en la tendencia del IPC.

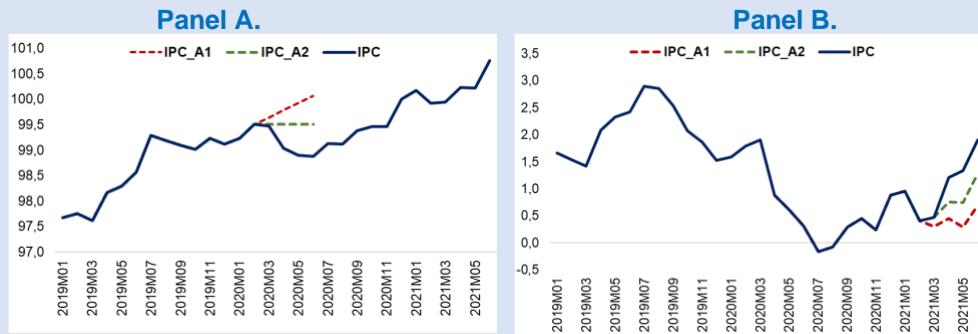
Para aislar el efecto base sobre la inflación observada en los meses del segundo

trimestre del 2021, se debe simular la trayectoria que hubiera seguido el IPC en ausencia de la pandemia causada por la COVID-19. Para ello se recurre a dos métodos alternativos (Gráfico 4.3.A):

- A1: consiste en tomar el promedio de la tasa de variación interanual de la tendencia en un lapso previo a la crisis, en este caso se utilizará el año 2019 (1,68%).
- A2: mantener el valor del IPC observado en el mes previo al inicio de la pandemia, febrero del 2020. Equivale a decir que la inflación de los meses siguientes es 0%.

A partir de estas trayectorias del IPC se calcula la tasa de inflación, tal como se observa en el Gráfico 4.3.B.

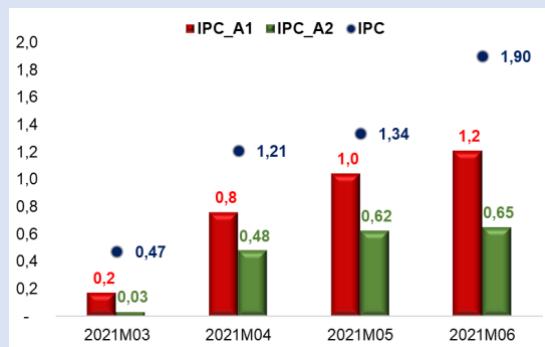
**Gráfico 4.3. Nivel IPC (A) y variación interanual observada y simulada (B)**



Fuente: BCCR con información de INEC.

De este ejercicio se desprende que, controlar por el efecto base producto de la pandemia, conduce a tasas de inflación para los meses que van de marzo a junio de 2021, inferiores a las observadas. La diferencia en puntos porcentuales entre la tasa de inflación efectiva medida con el IPC, y cada una de las generadas a partir de las series IPC\_A1 e IPC\_A2 corresponde al efecto base (Gráfico 4.4).

**Gráfico 4.4. Efecto base sobre la tasa de inflación**

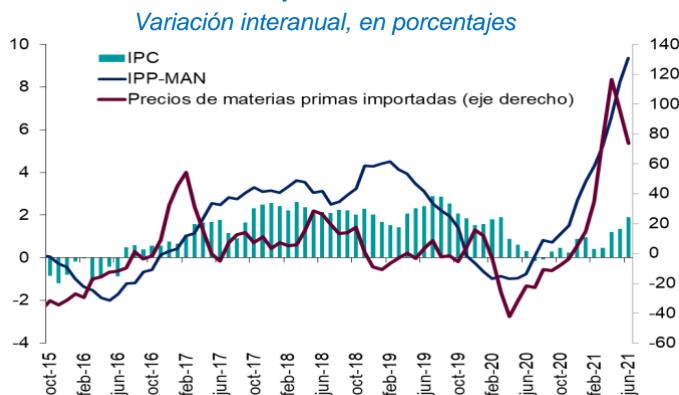


Fuente: BCCR con información de INEC.

Finalmente, de la tasa de inflación observada en junio de 2021, entre 0,65 y 1,2 p.p. obedecen al efecto base.

Por su parte, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN), que es más sensible a las variaciones del precio de las materias primas importadas y del tipo de cambio<sup>30</sup> que el IPC, evidenció en el primer semestre del 2021 tasas de variación muy superiores a las de la inflación general. Así, en junio del 2021 el IPP-MAN creció un 9,4%, superior en 6,7 p.p. en relación con diciembre del 2020 (Gráfico 27).

**Gráfico 27. Precios al consumidor, al productor de manufactura y de materias primas**



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

No obstante, a la fecha, el incremento en el IPP-MAN no se ha trasladado al IPC. Como se muestra en el Recuadro 4, una situación similar se ha observado en otras economías, entre ellas China, la zona del euro, Colombia y Chile.

<sup>30</sup> Variación acumulada de 8,0% entre abril del 2020 y junio del 2021 en el tipo de cambio en Monex (promedio mensual). Sobre el efecto traspaso, puede consultarse Brenes y Esquivel (2018). Asimetrías en el traspaso del tipo de cambio durante el periodo de flexibilidad cambiaria en Costa Rica.

## **Recuadro 5. Aumento en precios de materias primas y su impacto en Costa Rica.**

El alza que ha experimentado el precio de las materias primas importadas y que, como se explica en el Recuadro 1, lo ha llevado actualmente a niveles muy altos históricamente, tiene impactos sobre diferentes variables de la economía nacional, como los términos de intercambio, el consumo, la inversión, el crecimiento económico, la inflación y el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

En relación con los términos de intercambio (TI) (es decir, la relación de los precios de exportación a los precios de importación), el aumento en el precio de las materias primas importadas genera un choque negativo. Por su peso en el índice, este choque está muy correlacionado con el precio de los hidrocarburos importados. Un deterioro en los TI reduce el ingreso disponible y puede limitar la recuperación económica por el lado de la demanda interna. Para el 2021, se estima que los TI tendrán una caída del orden del 4,7%<sup>1</sup>, lo que contrasta con la ganancia de 1,6% en el 2020.

Según se indicó en el Recuadro 1, entre abril del 2020 y junio del 2021, el índice general de materias primas se situó un 60% por encima del nivel medio de los últimos 20 años. Bajo el supuesto de que este choque se traslada en igual magnitud a los términos de intercambio, se estima que tendría un impacto directo negativo sobre el nivel de la formación bruta de capital fijo, el ingreso nacional bruto disponible y el PIB de 0,9%, 1,7% y 1,5%, respectivamente, y una incidencia indirecta sobre el consumo (por su efecto en el ingreso disponible) de 1,1%.

Otro aspecto por considerar es el impacto del aumento en los precios de las materias primas sobre los precios al productor de la manufactura, así como la posible transmisión desde estos a los precios al consumidor. Si bien la inflación al consumidor, medida con la variación interanual del IPC, se mantiene baja, un 69% de su repunte en el segundo trimestre del 2021 lo explica, en mayor medida, el aumento en los precios de los combustibles, asociado con el incremento de los hidrocarburos en el mercado internacional.

Contrario al IPC, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP\_MAN) se aceleró de manera sostenida desde el segundo semestre del 2020 (9,4% en junio del 2021 lo que se compara con 2,7% en diciembre del 2020). Ese comportamiento también fue registrado en los precios al productor (PP) de otras economías y bloques económicos<sup>2</sup>. En general, la aceleración del IPP\_MAN en lo transcurrido del año en curso se explica, principalmente, por el incremento en el precio de productos de carne, plástico, metales y papel, precios muy sensibles a las variaciones en el precio de las materias primas importadas y del tipo de cambio<sup>3</sup>.

Por otra parte, a la fecha, la aceleración del IPP\_MAN no se ha trasladado al IPC. Una situación similar se observa en otras economías, entre ellas la zona del euro, China, Colombia y Chile. Por ejemplo, con información a junio del 2021, en China la variación interanual del IPC fue de 1,1%, mientras que la del IPP fue de 8,8%.

<sup>1</sup> Combina una caída de 5,7% en los bienes con una ganancia de 0,2% en servicios.

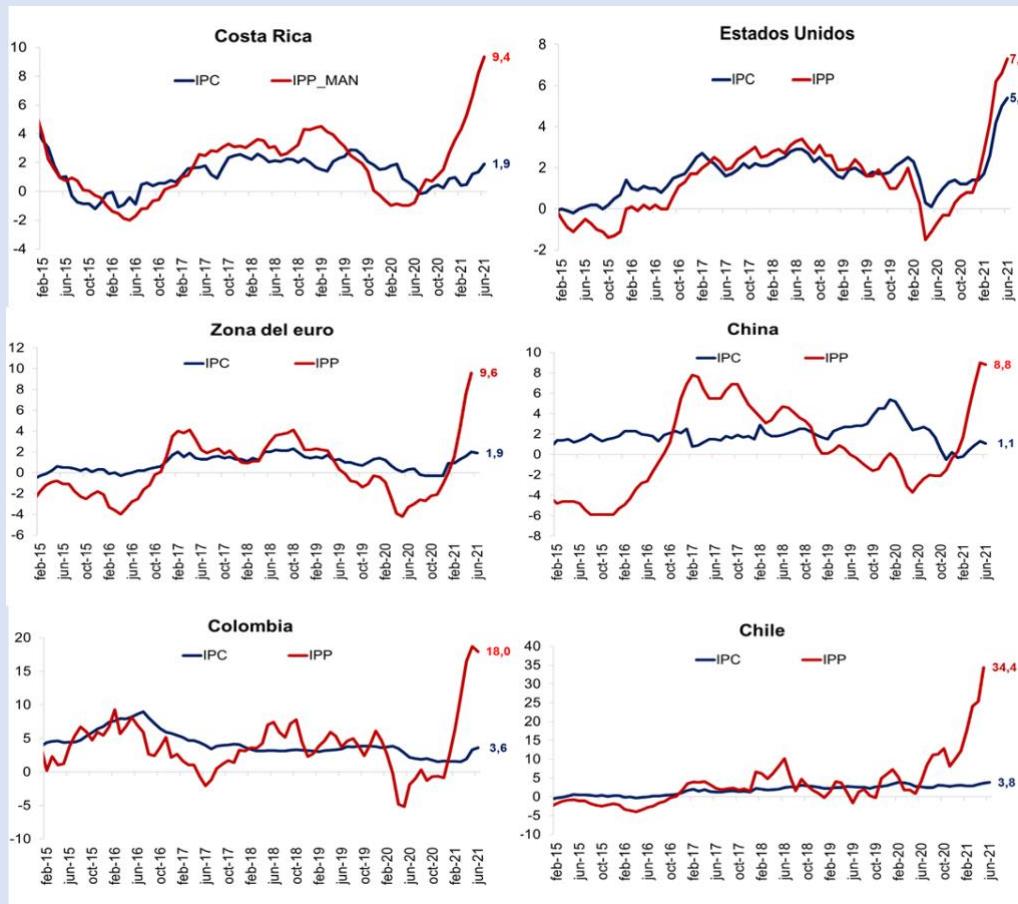
<sup>2</sup> Los precios al productor (PP) en otras economías o bloques económicos incluyen varias industrias, y no únicamente la industria manufacturera como en el IPP\_MAN en Costa Rica.

<sup>3</sup> El choque negativo de TI puede también generar cierta presión sobre el tipo de cambio, de manera que estos dos efectos no son independientes.

Por su parte, en la zona del euro esas tasas fueron de 2,0% y 9,6% en mayo, en el orden indicado. Una excepción parece ser la de Estados Unidos (Gráfico 5.1). En esta última economía, en lo que va del año la evolución de los precios al consumidor tiende a seguir el comportamiento de los precios al productor (aunque a junio el crecimiento de los precios al productor alcanzó 7,3%, superior en 1,9 p.p. al del IPC).

Si bien se considera que el comportamiento de los precios al productor puede adelantar el comportamiento del IPC por la causalidad de precios mayoristas a minoristas, dicha transmisión en la cadena productiva puede verse alterada por la fortaleza del consumo, los márgenes de comercialización, los inventarios y la capacidad ociosa de la economía, entre otros elementos. En general, en un contexto de alta capacidad ociosa, el poder de fijación de precios de los productores baja. Ello podría explicar que el traspaso del IPP al IPC haya sido mucho más fuerte en los Estados Unidos, donde ha habido un fuerte auge de demanda, que en otras economías.

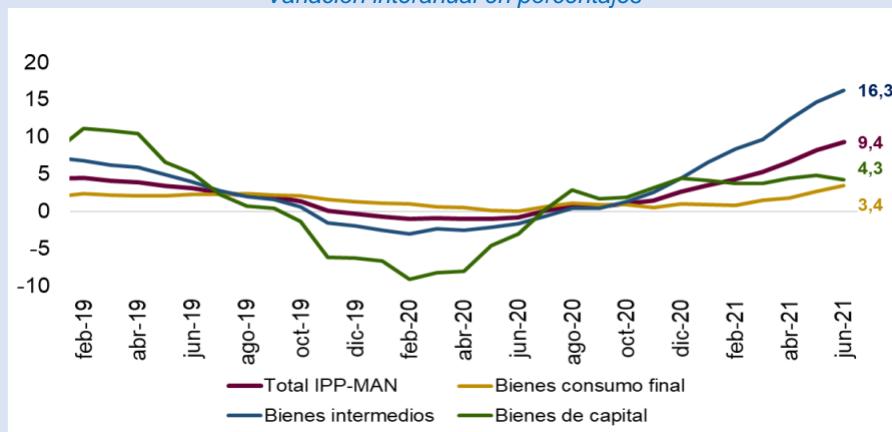
**Gráfico 5.1. Precios al productor y al consumidor para algunos países y regiones**  
*Variación interanual en porcentajes*



Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

Otro factor que afecta la transmisión del IPP\_MAN al IPC es que en el primero se incluyen precios en la puerta de la fábrica para bienes destinados al consumo final (duradero y no duradero), consumo intermedio o bienes de capital. Es de esperar que, en el corto plazo, la variación de precios del IPP\_MAN de productos con destino al consumo final incida en mayor medida en el IPC que los otros componentes. Y, en el caso de Costa Rica, la variación de precios de la producción con destino al consumo final en junio fue de 3,4%, para un promedio en el primer semestre de 1,9%, mucho menor a las tasas observadas para los otros componentes (Gráfico 5.2).

**Gráfico 5.2. Precios al productor de la manufactura por tipo de bien para el mercado interno**  
*Variación interanual en porcentajes*



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Finalmente, el aumento en los precios de las materias primas, en especial de hidrocarburos, tiene un impacto en el déficit de cuenta corriente de la balanza. Específicamente en cuanto a los hidrocarburos, si bien su peso ha ido disminuyendo en las importaciones totales, debido a la terciarización de la economía y de los esfuerzos por construir una matriz energética limpia, los choques en sus precios tienen todavía un fuerte impacto sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, por cada aumento de *USD 10* en el precio del barril de hidrocarburos, se estima un deterioro en cuenta corriente en torno a 0,3 p.p. del PIB y la factura petrolera se incrementa en *USD 202* millones por año.

## 1.2.5 Política monetaria y condiciones financieras

En el 2021 el Banco Central ha mantenido la postura expansiva y contracíclica de la política monetaria que adoptó desde marzo del 2019, y que profundizó con la pandemia. Ello ha resultado en una reducción paulatina de las tasas de interés en el mercado. El Banco Central ha apoyado esa postura con medidas para asegurar una liquidez holgada, afianzar la estabilidad financiera y facilitar las condiciones crediticias al sector privado.

### Política monetaria

En el 2021 el Banco Central ha mantenido la postura expansiva y contracíclica de la política monetaria que adoptó desde marzo del 2019, y que profundizó con la pandemia. Esta política busca contribuir en el proceso de recuperación de la actividad económica y garantizar la estabilidad del sistema financiero. Así, el Banco Central ha reducido su Tasa de Política Monetaria en 450 puntos base (p.b.) entre marzo de 2019 y julio de 2021.

Esta reducción se ha transmitido a las tasas activas y pasivas del sistema financiero. En particular, el promedio de tasas activas negociadas (TAN) al 14 de julio fue de 9,6%, lo cual implica una reducción de 400 p.b. respecto a marzo de 2019, en tanto que el promedio de tasas pasivas negociadas fue de 3,6%; 390 p.b. menos respecto a marzo de 2019 (Gráfico 28).

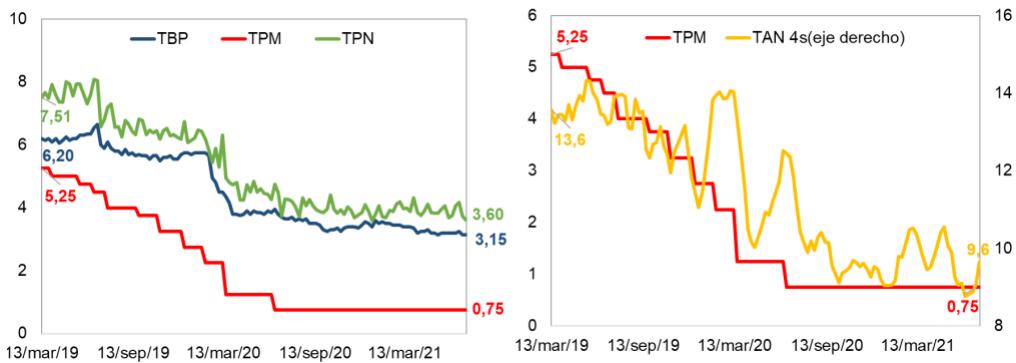
Además, el Banco Central ha adoptado una serie de medidas complementarias para apoyar esa postura expansiva y promover mejores condiciones crediticias para los hogares y las empresas. En primer lugar, ha mantenido una posición de holgada liquidez agregada. Esta estrategia se adoptó al reducirse la tasa de encaje mínimo legal sobre operaciones en colones del 15% al 12% en junio de 2019, y se ha mantenido hasta el momento.

Además, la Junta Directiva autorizó inyecciones de liquidez en mercados específicos cuando ello fuera necesario para garantizar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados. Sin embargo, esas intervenciones han sido infrecuentes y por montos relativamente bajos, pues ha habido pocos episodios de tensión sistémica de liquidez en el mercado. Por ejemplo, la Junta Directiva autorizó la compra de títulos del Ministerio de Hacienda en el mercado secundario por hasta ₡250.000 millones ante situaciones de tensión sistémica de liquidez, definidas a partir de parámetros técnicos previamente definidos por esa misma Junta Directiva. Al 27 de julio esas compras no superan el 0,8% del monto autorizado. De manera similar, autorizó a la Administración a participar en el MIL en dólares y a efectuar recompras en los sistemas provistos por la Bolsa Nacional de Valores, operaciones que han sido poco frecuentes y de baja cuantía<sup>31</sup>.

Finalmente, el Banco Central introdujo una facilidad especial y temporal de crédito en setiembre del 2020, con el fin de otorgar recursos en condiciones financieras favorables a los intermediarios financieros, para que estos los prestaran, en condiciones igualmente favorables, a los hogares y empresas más afectados por la pandemia (Recuadro 6).

<sup>31</sup> En lo que transcurre del 2021 (al 27 de julio) el BCCR ha participado en el MIL en dólares solo en tres ocasiones y que acumulan un monto de USD 3,4 millones. Su participación con recompras también ha sido esporádica: dos operaciones que en el acumulado no superan un millón de dólares.

**Gráfico 28. TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional<sup>1</sup>**  
*En porcentajes*



<sup>1/</sup> TPN: tasa pasiva negociada, TAN: tasa activa negociada promedio móvil de 4 semanas, TBP: Tasa Básica Pasiva.

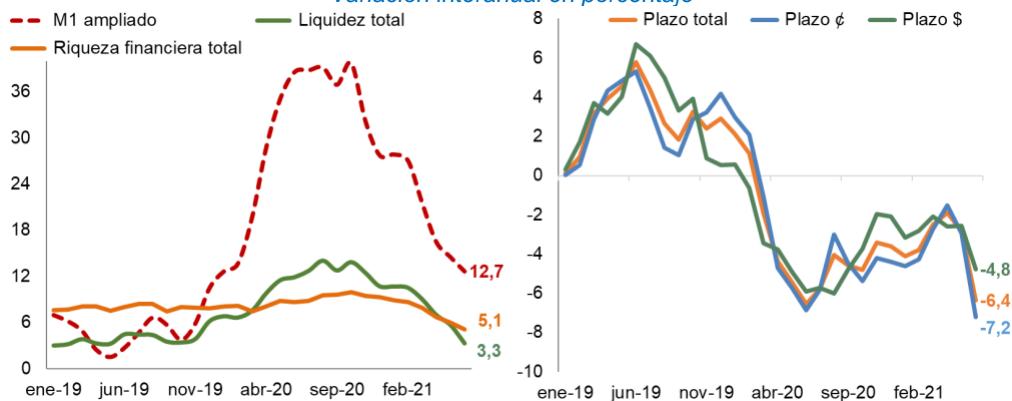
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### Condiciones financieras

El sistema financiero mantiene una alta liquidez, en línea con la postura expansiva de la política monetaria. El crecimiento de la liquidez total (3,3% en junio último) es acorde con la evolución de la actividad económica, la meta de inflación y el aumento gradual en el grado de profundización financiera de la economía costarricense.

Con la crisis económica y sanitaria, los agentes económicos mostraron mayor preferencia por activos altamente líquidos (medio circulante en sus distintas acepciones), y en cambio redujeron sus tenencias de instrumentos bancarios a plazo, cuyo saldo ha venido cayendo. Sin embargo, la preferencia por instrumentos de ahorro a la vista y similares, que es esperable en momentos de crisis e incertidumbre, se ha moderado en meses recientes, posiblemente como reflejo de una menor incertidumbre. Por ejemplo, el crecimiento interanual del medio circulante ampliado pasó de 27,8% a finales del 2020 a 12,7% en junio (Gráfico 29).

**Gráfico 29. Agregados monetarios**  
*Variación interanual en porcentaje*

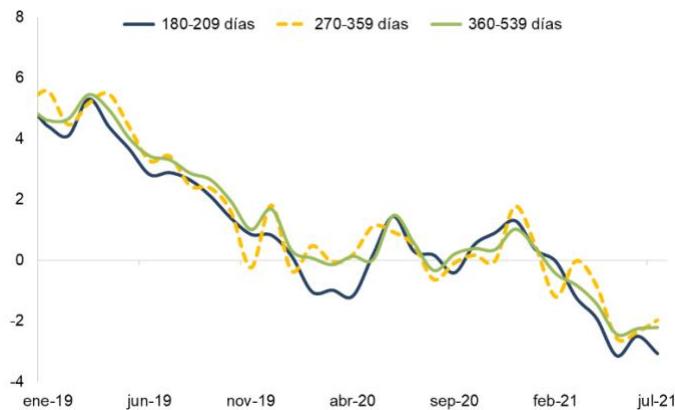


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, las tasas de interés en colones sobre instrumentos de ahorro e inversión se han reducido, en forma coherente con la reducción en la TPM. Ello, aunado a un aumento en las expectativas de variación cambiaria, según las expectativas de mercado, ha incidido en una reducción en el premio por ahorrar en colones (Gráfico 30).

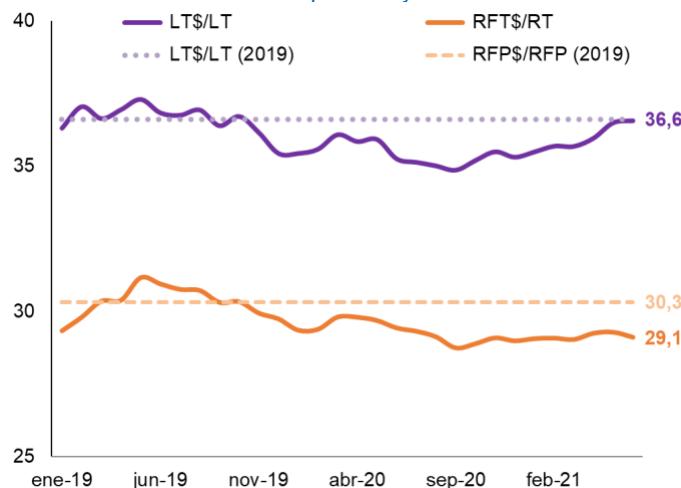
A pesar de ello, el ahorro financiero en sentido amplio (riqueza financiera) no muestra indicios de dolarización. Por el contrario, la participación de la moneda extranjera en la riqueza financiera total muestra valores inferiores a los registrados en el 2019 (Gráfico 31). Lo que ha cambiado es la composición de la riqueza financiera en moneda extranjera, desde títulos fiscales denominados en dólares (en vista de la menor participación del Ministerio de Hacienda en el mercado de títulos en moneda extranjera) a depósitos bancarios en moneda extranjera.

**Gráfico 30. Premio por ahorrar en moneda nacional<sup>1/</sup>**  
*En puntos porcentuales*



<sup>1/</sup> Toma como referencia las tasas de interés negociadas por los intermediarios financieros y la expectativa de variación cambiaria estimada a partir de las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional del Ministerio de Hacienda y del BCCR, realizadas en los mercados primarios y secundarios locales.  
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Gráfico 31. Participación de la moneda extranjera en el ahorro**  
*En porcentajes*

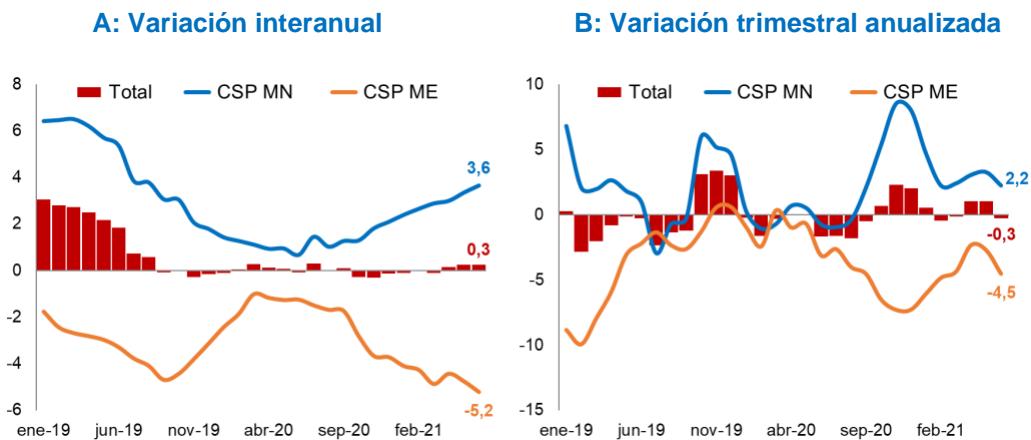


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por otra parte, el crédito al sector privado (CSP) en colones se ha acelerado desde octubre, en línea con los estímulos monetarios y financieros (enfocados en facilitar el crédito en colones). En junio, el crédito en colones creció a una tasa interanual de 3,6% (Gráfico 32.A). Ello podría ser reflejo de un repunte en la demanda y la oferta de crédito, como consecuencia de la recuperación de la actividad económica, la reducción en la incertidumbre por la pandemia y las mejores condiciones crediticias en colones propiciadas por las diferentes medidas de las autoridades monetarias y financieras.

Por el contrario, el crédito en moneda extranjera se contrajo a una tasa interanual de 5,2% en junio (Gráfico 32.B). El contraste en las tasas de crecimiento del CSP en colones y moneda extranjera implica que el crédito se está desdolarizando, en consecuencia con las políticas y objetivos estratégicos del Banco Central. Esas políticas incluyen la mayor flexibilidad en el tipo de cambio adoptada por el Banco Central hace tres años (y que promueve una mejor internalización del riesgo cambiario por parte de los agentes económicos), así como el establecimiento a partir de junio del 2019 de una tasa de encaje mínimo legal más baja para las captaciones en colones que para aquellas en dólares, con el objetivo de abaratar en términos relativos la intermediación financiera en colones.

**Gráfico 32. Crédito al sector privado por tipo de moneda<sup>1/</sup>**  
*Variación interanual y trimestral anualizada en porcentajes*



<sup>1</sup> Moneda extranjera (ME) sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Al mes de mayo, los componentes que más contribuyen al crecimiento del CSP en colones son las nuevas colocaciones para vivienda, servicios, comercio y construcción. Por otra parte, el crédito de consumo muestra un aporte negativo, lo cual denota una mayor cautela de los agentes económicos así como el elevado endeudamiento de los hogares.

Por otro lado, la caída en el CSP en moneda extranjera está concentrada en comercio, construcción y la manufactura. Sin embargo, el crédito destinado a actividades turísticas muestra un aporte positivo y creciente desde principios de año, coherente con la flexibilización de las restricciones de movilidad y la recuperación paulatina del ingreso de turistas.

El impacto directo de la facilidad crediticia aprobada por el Banco Central en setiembre del 2020 sobre el saldo crediticio ha sido moderado, debido a que el financiamiento otorgado por esta vía se ha orientado en su mayor parte a prórrogas, readecuaciones o refinaciamientos de créditos existentes, en reflejo de lo que han demandado los clientes de los intermediarios financieros. Sin embargo, la facilidad ha contribuido a mejorar el flujo de caja de los agentes económicos más afectados por la pandemia, en consonancia con su objetivo esencial.

Al 30 de junio, el Banco Central logró desembolsar el 98% de los recursos disponibles (₡826.355 millones), el restante 2% no fue demandado por los intermediarios financieros. Los principales resultados de la implementación de la facilidad crediticia del BCCR sobre el sistema financiero se profundizan en el Recuadro 6.

#### **Recuadro 6. Facilidad de crédito especial y temporal del Banco Central**

En setiembre del 2020, el Banco Central puso a disposición de los intermediarios financieros supervisados por la Sugef una facilidad temporal de crédito de mediano plazo (ODP) por ₡700 mil millones, luego extendida, en enero del 2021, a ₡842.887 millones<sup>1</sup>. Los desembolsos de esta facilidad iniciaron a finales del 2020 y estuvieron disponibles hasta el 30 de junio del 2021.

El objetivo del instrumento (que fue adoptado con algunas variantes en países como Reino Unido, Estados Unidos, Chile y Perú) fue proveer financiamiento de bajo costo y a mediano plazo a los intermediarios financieros, sujeto a que ellos trasladaran dichos recursos, en condiciones favorables, a los hogares y empresas afectados por la pandemia del COVID-19. Con ello se buscó aliviar el flujo de caja de hogares y empresas y mitigar el impacto económico que esta crisis sanitaria ha tenido sobre el consumo, la producción y el empleo. De esta forma, se buscaba también facilitar la recuperación de deudores solventes en el mediano plazo. El crédito contribuiría, además, a preservar la estabilidad del sistema financiero costarricense, toda vez que la contracción económica redujo la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero.

Las principales características y detalles operativos del instrumento son:

- i) Un bajo costo financiero: una tasa fija de 0,8%<sup>2</sup>. Los intermediarios financieros cancelarían intereses y principal al final del período pactado;
- ii) Un plazo de dos o cuatro años (la casi totalidad de los recursos se desembolsaron a cuatro años);
- iii) Los recursos serían canalizados a hogares y empresas bajo la figura de créditos nuevos en moneda nacional o arreglos de pago para créditos existentes en moneda nacional y extranjera. El intermediario financiero sería el responsable de seleccionar al beneficiario;

<sup>1</sup> Para mayor detalle consultar el [artículo 5 del acta de la sesión 5955-2020](#) del 2/9/2020 y en el [artículo 9 del acta de la sesión 5979-2021](#) del 14/1/2021.

<sup>2</sup> Aplica un valor equivalente a la TPM más 5 p.b. En el periodo de vigencia de esta facilidad la TPM estuvo en 0,75%.

- iv) Para desembolsar los recursos, el Banco Central requería la aprobación de un plan de uso, que tomó en consideración, entre otros, la mejora en las condiciones financieras ofrecidas al sector privado (plazo, tasa de interés y cuota). El cumplimiento de los planes de uso de los recursos serían sujetos a verificación mensual por parte del BCCR, con sanciones por el incumplimiento; y
- v) La garantía exigida por el BCCR fue constituida con colaterales disponibles y elegibles para operaciones en el Mercado Integrado de Liquidez.

La facilidad fue solicitada por 22 entidades financieras<sup>3</sup>. Al concluir el programa, los desembolsos ascendieron a ₡826.251 millones<sup>4</sup> (equivalente al 2,2% del flujo del PIB del 2021 y a 98% del monto ofrecido por el BCCR).

Sobre el uso de estos recursos, y con información disponible al 31 de mayo<sup>5</sup>, se tiene lo siguiente:

1. Alrededor del 80% de los fondos se canalizó a la banca comercial, pública y privada.
2. La mayor parte de los recursos fue utilizada en arreglos de pago, específicamente en readecuaciones (81,3%) y refinaciamientos (10,5%), mientras que los nuevos créditos representaron el 8,2% del monto desembolsado por el BCCR a los intermediarios financieros.
3. Hubo operaciones crediticias con 25.225 deudores: el 68% de los fondos se dirigió a créditos otorgados a personas físicas, micro y pequeña empresa, segmentos que comprendieron el 97,9% de los deudores beneficiados con esta facilidad. En términos del saldo, la ODP se dirigió, en ese orden, a operaciones de personas físicas, micro y pequeña empresa y empresa grande. No obstante, al considerar el saldo de crédito otorgado por el sistema financiero, el apoyo de la ODP fue mayor para las micro, pequeñas y medianas empresas (Cuadro 6.1).
4. La facilidad crediticia contribuyó a una reducción promedio en la tasa de interés de 360 p.b. en los arreglos de pago y de 719 p.b. en los nuevos créditos. Además, los recursos permitieron una reducción promedio en la cuota de los créditos del 30,4% en los arreglos de pago y de 51,9% en los nuevos créditos (Cuadro 6.2).

**Cuadro 6.1. Saldo de la ODP según beneficiario**

	Particip. relativa (%)	Respecto al saldo CSP
Personas físicas	45,4	2,2
Empresa grande	22,5	3,2
Mediana empresa *	9,2	6,1
Micro y peq. empresa	22,8	11,3

\*/ Incluye 2% de "no clasificados".

<sup>3</sup> Sólo 20 participaron.

<sup>4</sup> El total desembolsado a junio fue de ₡826.355 millones. No obstante, en julio una entidad financiera reintegró de forma anticipada ₡103,8 millones.

<sup>5</sup> A mayo la colocación bruta fue de ₡712.526 millones (₡699.462 millones en términos netos). Los desembolsos realizados en junio están en proceso de colocación por parte del intermediario financiero.

**Cuadro 6.2. Mejora en las condiciones financieras para el usuario del crédito**

	Reducción tasas (p.b.)		Reducción en cuota (%)	
	Nuevas	Existentes	Nuevas	Existentes
Mínimo	230	230	8,3	7,2
Máximo	1.100	3.451	83,0	65,2
Promedio ponderado	719	360	51,9	30,4

5. Como proporción del saldo del crédito al sector privado para cada actividad, en general las actividades afectadas por esta crisis económica fueron las que recibieron mayor apoyo con la facilidad de crédito del Banco Central. Así, destacan los rubros de transporte, comercio, servicios y hoteles y restaurantes (Cuadro 6.3).

**Cuadro 6.3. Saldo de crédito al sector privado (CSP) y de la facilidad temporal de crédito (ODP) a mayo del 2021**

En miles de millones de colones

Actividad económica	ODP	Part. relativa ODP(%)		CSP	Part. relativa CSP (%)		ODP/CSP	Coef. de participación
		(A)	(B)		(C)	(D)		
Transporte	32,2	4,6	222,9	1,1	14,5	4,3		
Comercio	120,9	17,2	1.635,9	7,9	7,4	2,2		
Servicios	166,7	23,7	2.691,3	13,0	6,2	1,8		
Agricultura y pesca	32,2	4,6	693,0	3,3	4,6	1,4		
Manufactura	32,2	4,6	762,3	3,7	4,2	1,2		
Hoteles y restaurantes	7,2	1,0	188,2	0,9	3,8	1,1		
Electricidad	7,7	1,1	320,9	1,6	2,4	0,7		
Vivienda y construcción	138,2	19,7	6.717,6	32,5	2,1	0,6		
Consumo	130,4	18,6	6.503,8	31,4	2,0	0,6		
Alquileres	4,9	0,7	565,7	2,7	0,9	0,3		
Otras	29,7	4,2	388,7	1,9	7,6	2,3		
<b>Total</b>	<b>702,3</b>	<b>100</b>	<b>20.690,2</b>	<b>100</b>	<b>3,4</b>	<b>1,0</b>		

<sup>1/</sup> Información a mayo del 2021.

Finalizada su ejecución, sobresale la mejora efectiva en las condiciones crediticias que, si bien abarcó una porción baja del saldo de crédito al sector privado (3,4%), fue dirigida, en buena medida, a personas físicas, micro y pequeñas empresas.

Finalmente, en relación con el mercado cambiario, las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público (ventanillas<sup>32</sup>) se han mantenido superavitarias. Con información al 23 de julio, las ventanillas mostraron un superávit de USD 1.421,5 millones, superior al observado en 2020, en igual número de días hábiles (USD 1.269,6 millones).

Destaca en estos primeros siete meses del 2021 la continua recuperación del volumen diario de negociación de divisas, en especial en las ventas del público, que alcanzaron un promedio diario de USD 78,5 millones, muy similar a la cifra registrada para el 2019 y alrededor de USD 5,6 millones por sobre lo que se observó en el 2020. En el caso de la demanda de dólares, se ha ubicado en promedio diario en torno a los USD 68,5 millones (USD 4,6 millones más que en el 2020).

<sup>32</sup> Se entiende por ventanilla todas las transacciones de compra y venta de divisas que el público realiza mediante diversas plataformas de negociación con los intermediarios cambiarios.

Este resultado permitió al Banco Central adquirir en Monex *USD* 1.405,4 millones para atender los requerimientos del resto SPNB (*USD* 1.302,5 millones). Sin embargo, la demanda total de divisas del SPNB fue mucho mayor (*USD* 1.942,5 millones al 23 de julio, comparado con *USD* 1.010,9 millones en el mismo periodo del año anterior). El aumento en la demanda del SPNB obedeció fundamentalmente a un fuerte incremento en las compras del Gobierno Central (*USD* 640 millones para atender, principalmente, el servicio de su deuda en moneda extranjera). Ello, a su vez, reflejó un menor ingreso de recursos externos en relación con lo programado (por ausencia de aprobaciones legislativas) y una baja asignación en las subastas de títulos en dólares comparada con los vencimientos de títulos en moneda extranjera durante el periodo. La diferencia entre lo que el BCCR vendió al SPNB y lo que pudo recuperar en Monex fue atendido mediante una reducción en las reservas internacionales del BCCR.

**Cuadro 2. Indicadores del mercado cambiario**

	Trimestres, 2020				Trimestres, 2021		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>1/</sup>
Neto de operaciones sector privado ("ventanillas")	840,8	383,3	155,2	126,5	661,3	607,0	153,2
Ventas al SPNB	598	299,7	804,1	543,6	784,71	987,0	170,9
Compras en Monex por SPNB	636,6	356,0	222,2	151,8	689,5	604,4	111,6
Ventas por estabilización	5,5	1,4	28,9	243,9	0	3,7	2,0
Cambio en PME	-145,5	34,5	23,1	50	-19,3	14,5	11,4
Tipo de cambio al final de periodo (₡/USD)	579,03	583,45	605,2	615,4	612,6	620,0	620,44

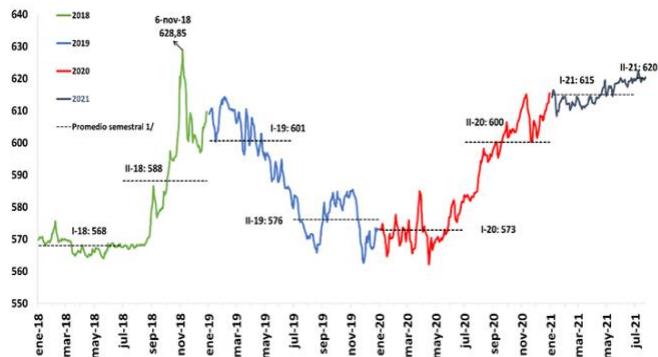
<sup>1/</sup> Cifras al 23 de julio de 2021.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Al 23 de julio de 2021 el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) del BCCR fue de *USD* 7.038,7 millones (11,4% del PIB), *USD* 186,0 millones menor al saldo registrado a finales del 2020. La reducción en las RIN se explica, principalmente, por el uso de *USD* 529,5 millones para atender los requerimientos del SPNB y la reducción de *USD* 131,9 millones en los depósitos de las entidades. Estos flujos fueron parcialmente compensados por el incremento de *USD* 465,1 millones en el saldo de la cuenta en dólares del Gobierno en el Banco Central, en parte reflejo del desembolso del préstamo del Banco Mundial (*USD* 300 millones).

Hasta mediados de mayo el tipo de cambio estuvo en valores próximos a ₡615. No obstante, a partir de esa fecha registró un leve movimiento al alza (Gráfico 33). Así, al 23 de julio su variación interanual alcanzó 6,2% y la acumulada 0,8%.

**Gráfico 33. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex**  
Colones por dólar

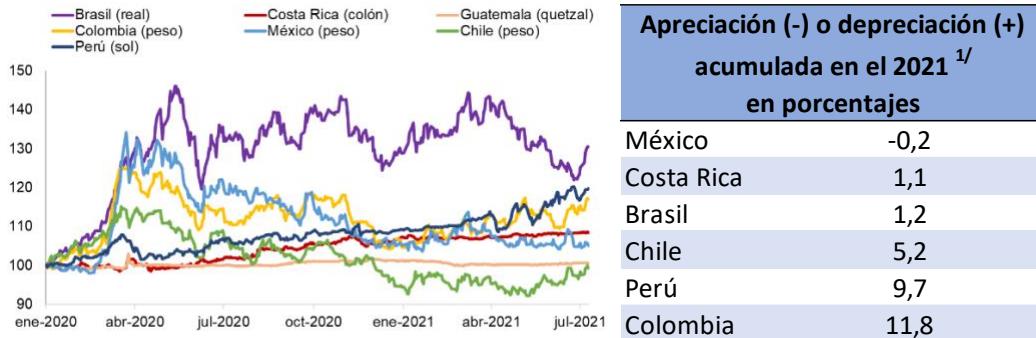


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como se muestra en el Gráfico 34, la tendencia al alza en el tipo de cambio en meses recientes se ha dado también en otros mercados emergentes latinoamericanos, como Chile, Perú y Colombia. El cuadro, en cambio, es más mixto para México y Brasil.

**Gráfico 34. Tipo de cambio nominal en algunas economías de la región<sup>1</sup>**

Índice Enero - 2020 = 100



<sup>1</sup> Con respecto al dólar de Estados Unidos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 02 de julio del 2021.

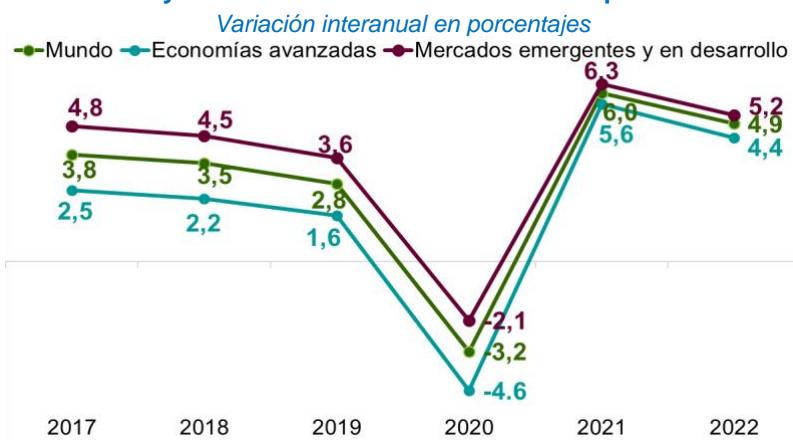
# 2 Perspectivas macroeconómicas 2021-2022

## 2.1 Economía internacional

Para el bienio 2021-2022, los organismos financieros internacionales y los bancos centrales de las principales economías prevén una mejora en las perspectivas de crecimiento mundial con respecto a las proyecciones previas. No obstante, advierten que sus proyecciones siguen fuertemente condicionadas por la evolución de la pandemia, en particular de las nuevas variantes del virus.

En la actualización de su informe “Perspectivas de la economía mundial”, publicada a finales de julio del 2021, el FMI prevé un crecimiento para la economía mundial de 6,0% para el 2021 y de 4,9% para el próximo año (Gráfico 35). La proyección para el 2021 se mantuvo con respecto al informe de abril, pero contiene revisiones de las perspectivas de las economías emergentes (a la baja) y avanzadas (al alza), asociadas a la evolución de la pandemia y las políticas de apoyo.

Gráfico 35. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2021-2022



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del FMI, Informe de perspectivas de la economía mundial de julio del 2021.

Para el 2022, la proyección muestra un ajuste al alza de 0,5 p.p., debido a la mejora del pronóstico para las economías avanzadas, en particular los Estados Unidos, debido al apoyo fiscal adicional previsto para la segunda parte del 2021 y una mejora en los indicadores de salud en ese país<sup>33</sup>.

Asimismo, el FMI destaca que las desigualdades al interior de los países y entre países se han incrementado, en buena medida por las diferencias en la velocidad de la vacunación y la distribución de vacunas, así como por el grado de respaldo de las políticas de los países. Así, por ejemplo, los países con un gran avance en las campañas de vacunación alcanzarán la “normalización” a finales del presente año.

Por el contrario, las naciones con un lento proceso de inmunización enfrentarán más contagios y fallecimientos, lo que dificultará la recuperación económica. Claro está que la recuperación no está segura, ni siquiera en países con baja tasa de contagio y alta inmunización, mientras otros países no tengan controlada la pandemia, pues ello aumenta la posibilidad de que emergan nuevas variantes del virus, más resistentes a las vacunas actuales.

El FMI destaca que los riesgos del escenario base están sesgados a la baja, y uno de los principales riesgos es que el proceso de vacunación sea más lento de lo previsto. Además, las condiciones financieras podrían endurecerse rápidamente, debido por ejemplo a un giro de la política monetaria en economías avanzadas en caso de que la inflación o las expectativas inflacionarias crecieran más rápido de lo esperado. También, un empeoramiento en la dinámica de la pandemia y en las condiciones externas de las economías emergentes más fuertes de lo estimado, dificultarían la recuperación de estas economías.

Las mayores perspectivas de crecimiento mundial y algunos choques de oferta han dado lugar a un incremento en los precios internacionales de las materias primas, lo que se ha manifestado en un incremento de la inflación en algunos países. No obstante, este aumento es interpretado como transitorio por los organismos internacionales, las autoridades monetarias y los mercados financieros. En particular, se argumenta que los principales factores que lo explican son un efecto base por los bajos niveles de precios observados en el 2020 y un desequilibrio temporal entre oferta y demanda<sup>34</sup>. De tal forma, el FMI prevé que la inflación regrese a su rango prepandémico en la mayoría de los países en el 2022.

Sin embargo, existe el riesgo de que el aumento reciente en la inflación sea más permanente y que los bancos centrales tengan que tomar una acción preventiva. En este sentido, la comunicación clara de lo que los bancos centrales buscan con su política monetaria va a ser clave para anclar las expectativas de inflación y así protegerse contra un endurecimiento prematuro de las condiciones financieras.

---

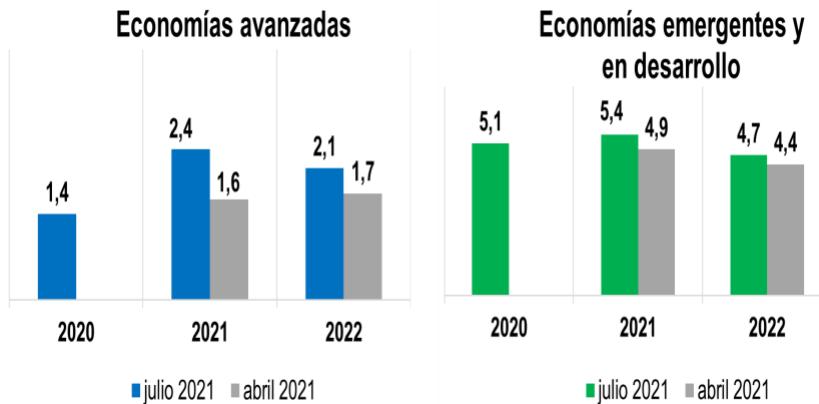
<sup>33</sup> Estas proyecciones suponen que los programas anunciados por el Gobierno de Estados Unidos pendientes de discusión en el Congreso (el American Jobs Plan, por alrededor de USD 2,65 billones, y el American Families Plan por USD 1,8 billones), se aprobarían y darían un impulso adicional.

<sup>34</sup> En este contexto, las empresas han experimentado un fuerte aumento en las tarifas de fletes por la escasez de contenedores, lo cual fue exacerbado por el bloqueo del Canal de Suez en marzo pasado. El índice de tarifas de envío casi se ha triplicado entre junio del 2020 y junio del 2021. Para mayor información ver el [Informe de perspectivas económicas mundiales](#) del Banco Mundial, junio del 2021 y el Blog del FMI “[Cuatro hechos sobre el alza de los precios de los alimentos al consumidor](#)”, publicado el 24 de junio del 2021.

Las proyecciones de inflación para el bienio 2021-2022 (según el FMI) se sitúan en niveles relativamente contenidos, aunque por encima de los previstos en el informe de abril (Gráfico 36). Sí se espera una alta inflación en algunas economías emergentes, asociada con mayores precios de alimentos.

**Gráfico 36. Proyecciones de inflación para el 2021-2022**

*Promedio anual en porcentajes*



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del FMI, Informe de perspectivas de la economía mundial de abril y julio del 2021.

Por su parte, la OCDE también prevé un incremento en la inflación, vinculado al aumento en los precios del petróleo, de otras materias primas y del costo de transporte, aunque estima que estos efectos serían transitorios. En razón de ello, espera que los bancos centrales no reaccionen ante aumentos temporales de precios. No obstante, estima que podría haber un impacto para las economías emergentes, según sea la reacción de los mercados financieros. En el Recuadro 7 se presentan las posibles implicaciones financieras para las economías emergentes.

## Recuadro 7. Posibles implicaciones financieras para economías emergentes del aumento en la inflación internacional.

En los mercados financieros se esperan pequeños aumentos en las tasas de interés de instrumentos de deuda, inclusive en países desarrollados. Sin embargo, las expectativas de inflación todavía no han sido afectadas en Estados Unidos (Gráfico 7.1). La poca reacción de las expectativas permite a las autoridades monetarias (especialmente al Banco Central Europeo y la Reserva Federal de los Estados Unidos) mantener la política monetaria expansiva y retardar aún más el incremento en las tasas históricamente bajas.

**Gráfico 7.1 Expectativas de inflación para Estados Unidos**

*Puntos porcentuales*



Nota: la serie de Inflación de mercado implícita mide la inflación esperada promedio para los 5 años posteriores que inician 5 años después de la fecha indicada en el gráfico. La serie de Expectativas a 10 años refleja la mediana de las expectativas de profesionales.

Fuente: elaboración propia con datos de FRED y el Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Hasta ahora, la postura expansiva de la política monetaria de países desarrollados también posibilita a los países emergentes mantener una política monetaria laxa por más tiempo. Sin embargo, como ocurrió con el “taper tantrum” del 2013, incluso señales sutiles sobre un posible endurecimiento de la política monetaria en países avanzados podrían generar un retorno de capitales desde los países en desarrollo hacia los países desarrollados.

Adicionalmente, un aumento de las tasas internacionales de interés tendría consecuencias sobre los países que cuentan con un nivel alto de endeudamiento debido a los mayores pagos por deuda externa que enfrentarían tanto el gobierno como las empresas.

Por otra parte, la salida de capitales tendería a depreciar las monedas de los mercados emergentes. Sin embargo, en la coyuntura actual también existen factores que operan simultáneamente en la dirección opuesta.

- Un incremento en la demanda de bienes por parte de los países desarrollados contribuye a una apreciación de las monedas de países en desarrollo, por el aumento en la actividad exportadora.

- Debido a que la vacunación avanza rápidamente en países de ingreso alto, la cantidad de turistas que arriba a los países en desarrollo podría incrementarse durante los próximos meses, y ello también contribuiría a apreciar las monedas de los países receptores.

Sin embargo, la evidencia de episodios anteriores sugiere que los efectos de choques financieros (como un giro súbito en la política monetaria en países avanzados) dominan al canal comercial en el corto plazo, y pueden generar fuertes presiones de depreciación en las economías emergentes más integradas a los mercados financieros internacionales.

#### **Efecto agregado:**

El aumento de la inflación global, el incremento de las tasas de interés internacionales y la posible depreciación de las monedas en mercados emergentes podrían reducir el espacio para que los bancos centrales en mercados emergentes continúen aplicando una política expansiva. Algunos países emergentes, como Rusia, Turquía, México, Brasil y Chile, ya han comenzado a aumentar sus tasas de interés de política monetaria debido a que enfrentan elevadas tasas de inflación. Es de esperar que el endurecimiento de las políticas monetarias ocurra primero en países donde la recuperación económica sea más vigorosa, en los que se presenten mayores salidas de capital o en los que las expectativas de inflación se incrementen más rápidamente.

Si bien los analistas internacionales estiman que el reciente aumento de la inflación internacional sería transitorio, las economías emergentes, que suelen depender de los flujos de capitales externos, podrían enfrentar mayores tasas de interés y una depreciación de sus monedas por la reacción de los mercados financieros ante los aumentos en la inflación internacional y las decisiones de política monetaria en países avanzados.

## **2.2 Entorno externo para la economía costarricense**

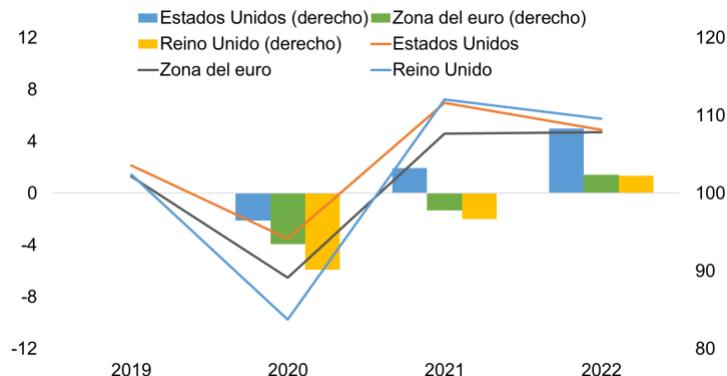
El efecto de la actual coyuntura internacional se transmite a la economía nacional por varias vías: el crecimiento económico de los socios comerciales, la inflación mundial, los términos de intercambio y las condiciones financieras.

De acuerdo con el FMI, el mundo se enfrenta a una recuperación desigual entre países, consecuente, entre otros, con las diferencias en el grado de afectación por el COVID-19 (tasas de contagio, hospitalización y letalidad), disponibilidad de vacunas contra esta enfermedad y la capacidad de sus gobiernos para proporcionar el apoyo requerido. En particular, para Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, el FMI prevé que en el 2021 crecerá 7,0% (6,4% según la proyección de abril último). Ello implicaría que esa economía superaría ya en el 2021 el nivel de producción registrado previo a la pandemia<sup>35</sup>. La zona del euro y el Reino Unido, por su parte, tendrían tasas de crecimiento en el orden del 4,6% y 7,3% para el 2021, respectivamente, pero no lograrían alcanzar sus niveles prepandemia si no hasta el 2022 (Gráfico 37).

---

<sup>35</sup> Específicamente, en el primer trimestre del 2021.

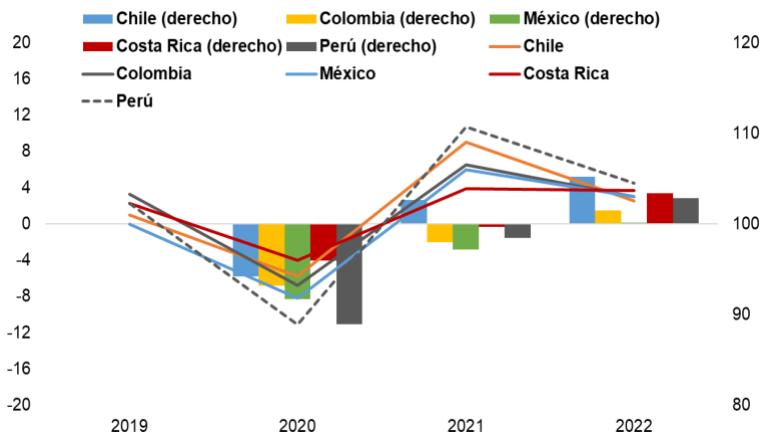
**Gráfico 37. PIB real en algunos países avanzados  
En porcentaje y nivel (eje derecho)**



Fuente: BCCR con datos de Bancos Centrales e Institutos Nacionales de Estadística.

La diferencia en el ritmo de recuperación también está presente en las economías emergentes. Chile proyecta un crecimiento de 9% para el 2021, apoyado en las masivas transferencias fiscales y la aprobación del tercer retiro de ahorros provisionales, lo cual le permitiría finalizar el año con la recuperación del nivel de producción mostrado antes de la pandemia. Sin embargo, otras economías de América Latina, como México, Colombia y Perú, recuperarían ese nivel de actividad económica hasta en el 2022 (Gráfico 38).

**Gráfico 38. Índice del PIB real en algunos países latinoamericanos  
Variación anual en porcentaje y nivel 2019=100 (eje derecho)**

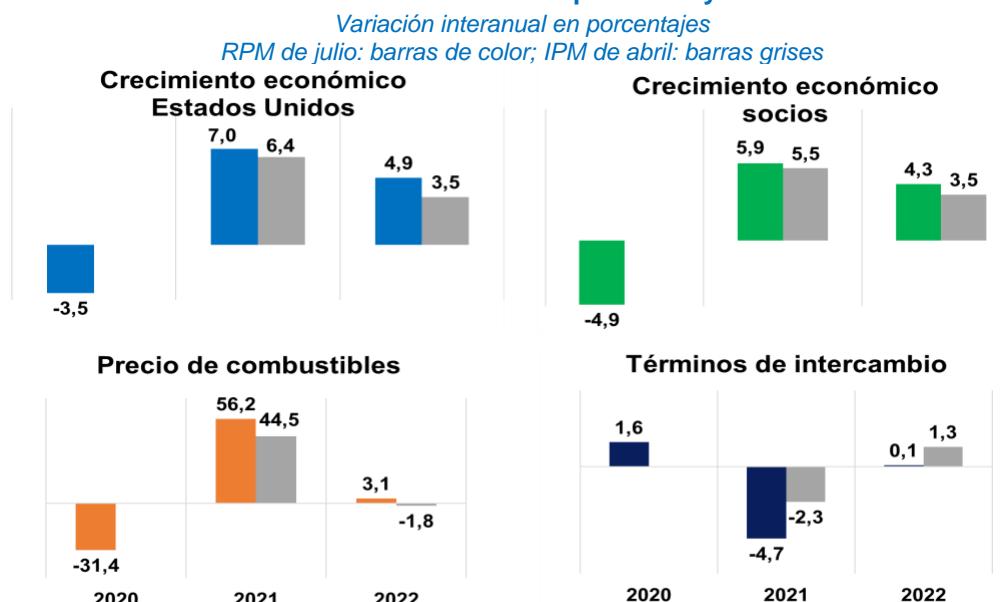


Fuente: BCCR con datos de Bancos Centrales e Institutos Nacionales de Estadística.

Bajo este panorama de recuperación heterogénea, las perspectivas de crecimiento de la demanda externa para Costa Rica han mejorado significativamente. Para el conjunto de los principales socios comerciales de Costa Rica<sup>36</sup>, y con base en las proyecciones del FMI, se prevé una recuperación de 5,9% en el 2021, 0,4 p.p. por encima de la contemplada por ese organismo en abril pasado, e incorporadas en las proyecciones del IPM de ese mismo mes. Asimismo, se espera un crecimiento de 4,3% en el 2022, un aumento de 0,8 p.p. en relación con abril.

Por otra parte, se espera un aumento de 56,2% en el precio del cóctel de hidrocarburos en el 2021 en relación con el 2020, en respuesta al incremento en la demanda global de petróleo, consecuente con la recuperación de la economía global. Aun cuando está previsto un aumento en el precio de nuestros principales productos de exportación, el efecto del aumento en el precio de hidrocarburos llevaría a un deterioro en los términos internacionales de intercambio, de 4,7% en el 2021 (frente a un 2,3% previsto en abril). Para el 2022, se prevé una ligera ganancia en los términos de intercambio (0,1%), menor a la estimada en abril pasado (1,3%), debido a que el ejercicio actual supone una aceleración en el precio de hidrocarburos hasta 3,1% (-1,8% en abril) (Gráfico 39). En síntesis, las perspectivas para los términos de intercambio que enfrenta Costa Rica se han deteriorado.

**Gráfico 39. Revisiones del crecimiento económico, precio de combustibles y términos de intercambio para 2021 y 2022**



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Informe de perspectivas de la economía mundial del FMI de abril y julio 2021 y Recope.

En línea con la evolución de la inflación mundial, se prevé que la inflación de nuestros socios comerciales se mantenga en torno a 2,3% en este bienio.

Por otra parte, se estima que las tasas de interés internacionales continuarán bajas. Por ejemplo, se estima que la Libor a 6 meses plazo se mantenga alrededor de 0,3% en promedio para el periodo 2021-2022.

<sup>36</sup> Muestra de 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales de mayo del 2021.

En general, con las mejores perspectivas de crecimiento para nuestros principales socios comerciales, se espera que el contexto internacional apoye la recuperación de la economía nacional, en un entorno de baja inflación y de tasas de interés internacionales todavía favorables.

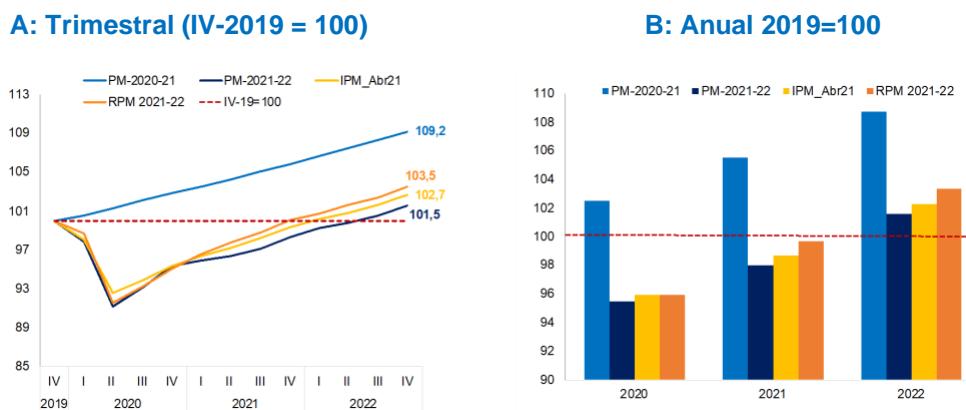
## 2.3 Economía nacional

### 2.3.1 Producción e ingreso disponible

Con base en el mejor desempeño de la economía nacional en el segundo trimestre del 2021, y las mejores perspectivas para la economía mundial y local, el Banco Central prevé para el bienio 2021-2022 una recuperación económica más fuerte de la prevista en abril pasado. El crecimiento económico se ubicaría en torno a 3,9% y 3,7% en el 2021 y 2022, respectivamente (una revisión al alza de 1 p.p. y 0,1 p.p. en relación con las proyecciones de abril). Así, el nivel de actividad previo a la pandemia se alcanzaría en el cuarto trimestre del 2021, un trimestre más temprano que lo proyectado en abril. El desempeño de la economía costarricense seguirá condicionado por el entorno internacional, la evolución de la pandemia por el COVID-19, y la aprobación legislativa de la agenda de consolidación fiscal.

Para el bienio 2021 y 2022 se proyecta un crecimiento de 3,9% y 3,7% (Figura 1). Con estos resultados hay una revisión con respecto a lo incluido en el IPM de abril pasado de 1,0 y 0,1 p.p., en el orden respectivo (Gráfico 40). La revisión al alza en ambos años está asociada, en buena medida, con el mejor desempeño de la economía nacional en el segundo trimestre del año, así como con las mejores perspectivas para la demanda externa para el resto del año.

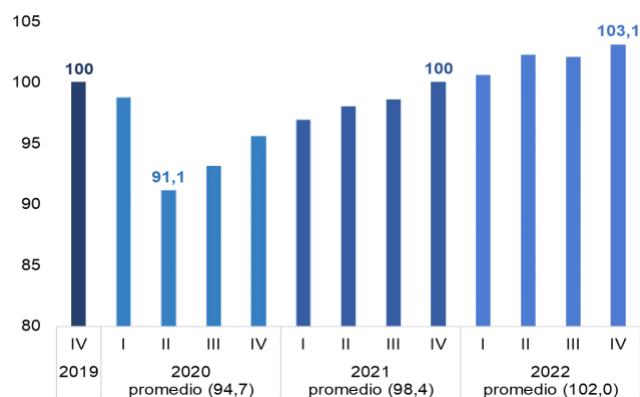
**Gráfico 40. Proyecciones del PIB 2021-2022, en volumen**



Fuente:BCCR

Uno de los principales cambios en esta revisión es que, de mantenerse el dinamismo observado en la demanda externa, la recuperación económica sería más rápida. De hecho, al cuarto trimestre del 2021 se habría alcanzado el nivel de producción registrado en el cuarto trimestre del 2019, previo a la crisis provocada por el COVID-19 (Gráfico 41). En términos anuales sería hasta en el 2022 que se logre alcanzar un nivel de producción superior al del 2019 (Gráfico 40 B).

**Gráfico 41. PIB trimestral en volumen**  
*Serie ajustada por estacionalidad (IV trimestre del 2019 = 100)*



Fuente: BCCR.

La recuperación económica continuaría hacia el 2022, particularmente en las actividades mayormente afectadas por la pandemia y nuevos servicios de manufactura (dispositivos electrónicos integrados)<sup>37</sup>.

Estas proyecciones suponen que la campaña de vacunación seguirá avanzando en Costa Rica, que la inmunidad colectiva se alcanza hacia el último trimestre del 2021 y, que se contiene la pandemia en los ámbitos internacional y local, lo que permitiría el levantamiento continuo de las medidas de restricción. Esto permitiría retomar los hábitos de consumo, con un efecto colateral sobre diversas industrias que producen tanto bienes como servicios. Las proyecciones de crecimiento también suponen la aprobación legislativa de las medidas de ajuste fiscal adicional convenidas con el FMI y de los créditos multilaterales de apoyo presupuestario.

Las proyecciones contemplan un aumento del ingreso nacional disponible bruto de 2,1% y 3,1% para el 2021 y 2022, en ese orden. El efecto de la recuperación económica se estima sería parcialmente atenuado por el deterioro en la relación de los términos de intercambio en el 2021 (-4,7%)<sup>38</sup>. En el 2022, el cambio proyectado en los términos de intercambio es prácticamente nulo (0,1%).

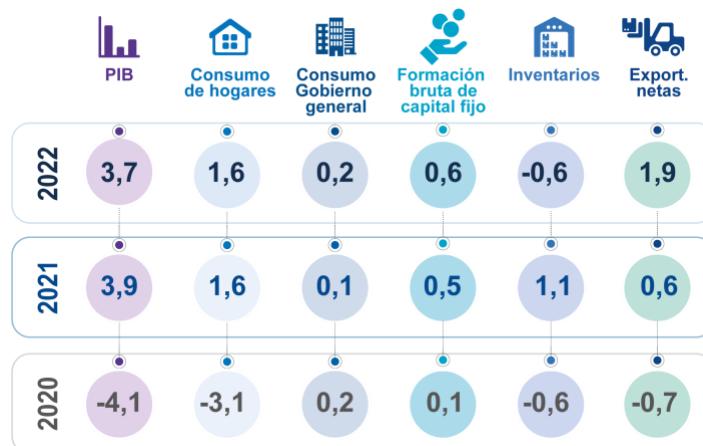
<sup>37</sup> Si bien se estima que la producción alcanzaría el nivel pre pandemia en el cuarto trimestre del 2021, la recuperación de las actividades económicas relacionadas con el turismo (hoteles, restaurantes y transporte) sería más lenta, aunque sostenida.

<sup>38</sup> Como se explica en el Recuadro 5, el deterioro de los términos de intercambio responde, principalmente, al incremento en el precio de los combustibles (56,2%) y de otras materias primas.

Por componentes del gasto, la recuperación prevista en la demanda de exportaciones sería de 12,4% y 11,2%, en ese orden para el 2021 y 2022, en tanto que la demanda interna crecería 3,4% y 1,8%, explicada por el consumo de los hogares y la inversión (Cuadro A.2 y Figura 1).

**Figura 1. 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.

La venta externa de bienes crecería 18,7% y 5% en estos años, favorecida por el dinamismo en productos del régimen especial (particularmente implementos médicos) y la recuperación en la venta de bienes manufacturados del régimen definitivo, cuyo destino principal es el mercado de Centroamérica y Panamá. Coherente con la recuperación de nuestros principales socios comerciales, las proyecciones apuntan a que este impulso se mantendría en el 2022.

Para la exportación de servicios se prevé un incremento de 1,7% en el 2021. Ello es consecuente con la revisión al alza del ingreso de turistas<sup>39</sup>, así como la mayor oferta exportable de servicios empresariales (consultoría en gestión, investigación y desarrollo, servicios de apoyo a empresas) e informáticos. Para el 2022, el efecto del mayor ingreso de turistas y el crecimiento proyectado en las exportaciones de servicios empresariales vinculado a las empresas ubicadas en el régimen de zona franca incidiría en un alto crecimiento de las exportaciones de servicios (23,7%).

<sup>39</sup> En el segundo trimestre del 2021 ingresaron casi 310 mil turistas, cifra mayor a la estimada en el IPM de abril (200 mil). Este comportamiento es consecuente con una recuperación económica más rápida de lo previsto en las naciones avanzadas, recuperación apoyada por la celeridad en el proceso de vacunación en estos países, que permitió flexibilizar sus medidas sanitarias. En particular, destaca Estados Unidos, principal país de origen del turismo receptor costarricense.

El volumen de importaciones se espera crezca 11,2% y 5,8% en 2021 y 2022, respectivamente. Este resultado combina el incremento en la compra de insumos y maquinaria por parte de las empresas amparadas al régimen especial de comercio (dada la evolución esperada en sus ventas) y el incremento en la cantidad de barriles de hidrocarburos. Además, congruente con el repunte en la actividad económica y en el consumo, las importaciones de bienes del régimen definitivo mostrarían un comportamiento al alza. Por su parte, la importación de servicios estaría asociada con la recuperación en la demanda de viajes por parte de residentes y, acorde con el mayor nivel de actividad económica, con un incremento en los servicios de transporte de mercancías e informáticos.

El repunte en la demanda interna (Cuadro A.2) estaría impulsada por el consumo privado y la ejecución de proyectos de inversión, principalmente privados.

Para el 2021 se estima que el consumo crezca 2,4%, en un contexto de menor incertidumbre económica y sanitaria<sup>40</sup> y con el apoyo de la desacumulación del ahorro precautorio (o forzoso, en algunos casos) que los hogares de ingresos medios o altos generaron en el 2020. Para el 2022, se parte de que la mejora en los indicadores de empleo, asociada a la recuperación económica, tendría efectos positivos sobre el ingreso personal disponible y el consumo (2,6%).

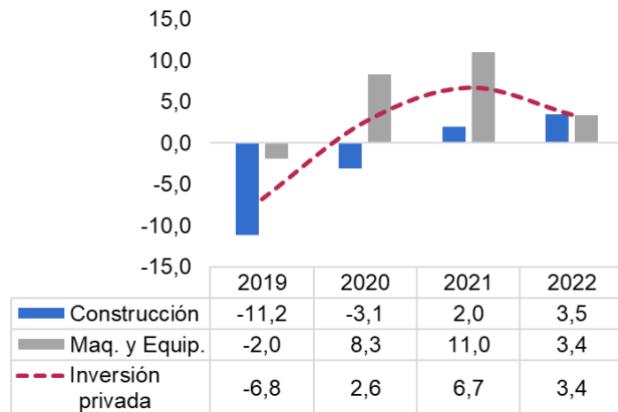
Por su parte, está previsto que la inversión privada se recupere en el 2021, influida por las mejores perspectivas económicas, y se materializaría en la adquisición de maquinaria y equipo para la manufactura y los servicios (nuevas operaciones de ensamble), así como en la reactivación de obras de construcción (proyectos habitacionales y no residenciales). En cuanto a la inversión pública, habría una caída en la construcción asociada a proyectos de generación eléctrica y obras viales, compensada parcialmente por la compra de equipo ferroviario, eléctrico y de telecomunicaciones.

Para el 2022 se espera que la inversión privada crezca, impulsada de nuevo por las mejores perspectivas y representada por la construcción de obras habitacionales y no residenciales, toda vez que la inversión en maquinaria y equipo moderaría su crecimiento. En cuanto a la inversión pública, la información disponible lleva a estimar que, luego de cuatro años consecutivos de caída, se daría una recuperación, principalmente en proyectos de obras viales (entre ellas la ruta 1 y la ampliación de la ruta 27), energía eléctrica y hospitalarias (destacan los hospitales Monseñor Sanabria de Puntarenas y William Allen de Turrialba y el edificio central de la CCSS) (Gráfico 42 y 43).

---

<sup>40</sup> La expectativa de una mayor velocidad en el proceso de vacunación en la segunda parte del año permitiría relajar las restricciones a la movilidad y de esta forma reanudar los hábitos de gasto de las familias.

**Gráfico 42. Inversión privada**  
*Tasa de variación en porcentajes*



**Gráfico 43. Inversión pública**  
*Tasa de variación porcentajes*



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El gasto en consumo del Gobierno General crecería 0,3% en el 2021, impulsado por los servicios de salud y los servicios a la comunidad<sup>41</sup>, que ponen de manifiesto el efecto de la compra de 9 millones de dosis de vacunas contra el COVID-19<sup>42</sup> y la contratación de personal para fortalecer la atención de la pandemia y asegurar la continuidad de los demás servicios de salud. El aumento en el gasto en salud del Gobierno General sería atenuado por la contención del gasto del Gobierno Central, especialmente en la contratación de nuevo personal y en la compra de bienes y servicios, en apego al cumplimiento de la regla fiscal dispuesta en la Ley 9635. El 2021, además, registra el efecto de la suspensión del curso lectivo a finales de mayo y en junio sobre los servicios de educación pública.

Para el 2022 se supone que el gasto en consumo de Gobierno crecería 1%. De los elementos que sustentan este bajo crecimiento destacan la aplicación de la regla fiscal y una desaceleración en el gasto en salud, una vez alcanzada la inmunidad colectiva en el 2021. Estos efectos serían compensados, en parte, por los servicios

<sup>41</sup> Incluye los servicios brindados por la Comisión Nacional de Emergencias, cuerpo de bomberos y policial.

<sup>42</sup> El objetivo de las autoridades de salud es vacunar al 70% de la población para finales del 2021.

de enseñanza, que en el 2022 reflejarán el efecto que, sobre el flujo de producción, tendría la finalización del ciclo lectivo del 2021 en la primera quincena de enero del 2022, así como el efecto “base” que la suspensión del ciclo lectivo tuvo sobre la producción del bimestre mayo-junio del 2021.

Según actividad económica, el crecimiento en el 2021 se concentra en la manufactura, el comercio, los servicios empresariales y el transporte, toda vez que la construcción continúa deprimida. Para el 2022 el crecimiento estaría sustentado en la manufactura, los servicios empresariales, hoteles y restaurantes y el comercio (Cuadro A.4 y Figura 2).

**Figura 2. Crecimiento por actividad económica, en volumen**  
Variación porcentual interanual



<sup>1/</sup> Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, administración pública, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En particular:

- El incremento en la actividad manufacturera (10,5% en el 2021) combina la mayor producción de las empresas del régimen especial (implementos médicos y productos alimenticios) y del régimen definitivo, y es influido por la flexibilización en los protocolos de confinamiento que en la mayor parte del 2020 afectaron negativamente la demanda interna y externa. En el 2022 (6,2%) incidiría, principalmente, la recuperación de la demanda externa y, en menor medida, de la demanda interna (en particular de productos manufacturados relacionados con la industria electrónica, construcción y de productos agropecuarios).
- Por su parte, en ambos años el comercio<sup>43</sup> mejora, lo que está estrechamente relacionado con el impulso en el consumo (local e importado), la manufactura y la construcción. Adicionalmente, la flexibilización de las medidas sanitarias incidiría en la mejora prevista para los servicios de reparación y mantenimiento de vehículos.

<sup>43</sup> A pesar de que la serie desestacionalizada de la actividad comercial del IMAE muestra un nivel cercano al registrado previo a la pandemia (febrero del 2020), en términos anuales no se observa igual comportamiento debido a que el nivel de comparación (promedio del 2019) es más alto.

- Las actividades de transporte y almacenamiento crecerían 5,8% en el presente año, ante una mayor demanda de transporte de carga y de servicios de mensajería; en el primero de los casos, es consecuente con el comportamiento de los flujos de comercio. Para el 2022 (4,5%) se estimó un mayor uso de transporte público, en un contexto sin medidas de confinamiento ni restricciones a la movilidad y de mayor influjo de turistas.
- Para la actividad de hoteles y restaurantes se contempla un crecimiento de 6,7% en el 2021, asociado principalmente al turismo receptor<sup>44</sup>; sin embargo, también fue incluido un empuje por la demanda local<sup>45</sup>. El impulso en el 2022 sería mayor (15,3%), en particular en el rubro de hoteles, consecuente con la flexibilización de las medidas sanitarias supuesta para Europa, segundo mercado de importancia para la actividad turística local. Aun cuando recuperación de esta actividad es sostenida, todavía en el 2022 no habría alcanzado los niveles observados antes de la pandemia.
- Se proyecta que la industria de la construcción continúe deprimida en el 2021, con una variación de -1,3%<sup>46</sup>. Según destino, se supone un crecimiento 2,0% en obras privadas<sup>47</sup> y una caída de 15,8% en las obras con destino público<sup>48</sup>.

Para el 2022 se proyecta que la construcción con destino público crezca 6,0% debido a la ejecución de obras relacionadas con líneas de transmisión eléctrica, obras viales reprogramadas para el 2022 (Ruta 1 y ampliación de la Ruta 27) y obras hospitalarias mencionadas previamente. En la construcción con destino privado continuaría el impulso (3,5%), tanto de obras habitacionales como no residenciales.

- Finalmente, la actividad agropecuaria crecería en el bienio 2021-2022 a una tasa anual de 2,3%. Esta evolución supone: i) la consolidación de la demanda exportable de piña, apoyada por una mejora en el precio del producto y nuevos mercados (Israel, por ejemplo), ii) un aumento moderado en la exportación de banano en el 2022, y iii) particularmente en el 2021, condiciones climáticas estables que propiciarían una mejora en el rendimiento de productos de ciclo corto<sup>49</sup>.

<sup>44</sup> Como se indicó anteriormente, la celeridad en el proceso de vacunación en economías avanzadas permitió el levantamiento anticipado de medidas sanitarias, lo que explica la revisión al alza en el ingreso previsto de turistas para el 2021, de aproximadamente 800 mil personas estimado en abril pasado a cerca de 1,2 millones en esta ocasión. Parte de esta revisión al alza refleja lo que ya se materializó en el segundo trimestre del año, en el que las llegadas de turistas estuvieron significativamente por encima de lo previsto en abril.

<sup>45</sup> La estimación tomó en consideración la apertura de fronteras y el relajamiento relativo de las restricciones sanitarias aplicadas en restaurantes (atención de público de forma presencial).

<sup>46</sup> Ello significó un ajuste a la baja de 2,9 p.p. con respecto a lo proyectado en el IPM de abril.

<sup>47</sup> Según los resultados de la *Encuesta trimestral de avance de proyectos de construcción privada*, en el segundo trimestre del 2021 esta actividad presentó tasas positivas. Además, hubo un repunte en los trámites de intenciones de construcción ante el CFIA, en parte influenciado por la exoneración del impuesto al valor agregado en los servicios relacionados con esta industria (100% hasta agosto 2021, las tasas que aplicarían después de esa fecha son: 4% entre setiembre 2021 y agosto 2022, 8% entre setiembre 2022 y agosto 2023 y 13% a partir de setiembre 2023).

<sup>48</sup> En lo que respecta a las obras con destino público, el ajuste responde a: i) un efecto base, pues se corrigió al alza la construcción en el 2020 en proyectos de generación eléctrica y de carreteras; y ii) el recorte en el presupuesto del Consejo Nacional de Vialidad (CONAVI) y de las municipalidades.

<sup>49</sup> El fenómeno de La Niña, que en el 2020 generó anomalías climáticas, se encuentra en una fase de debilitamiento y transición. El Instituto Meteorológico Nacional estima que, entre mayo y agosto se ingresaría en la fase neutra del fenómeno ENOS (sin El Niño ni La Niña), pero que entre setiembre y octubre existe la probabilidad de que La Niña retorne, aunque en condición leve. Además, consideran que el escenario de El Niño es el menos probable para el 2021. Pronóstico Temporada de lluvias 2021.

### 2.3.2 Balanza de pagos

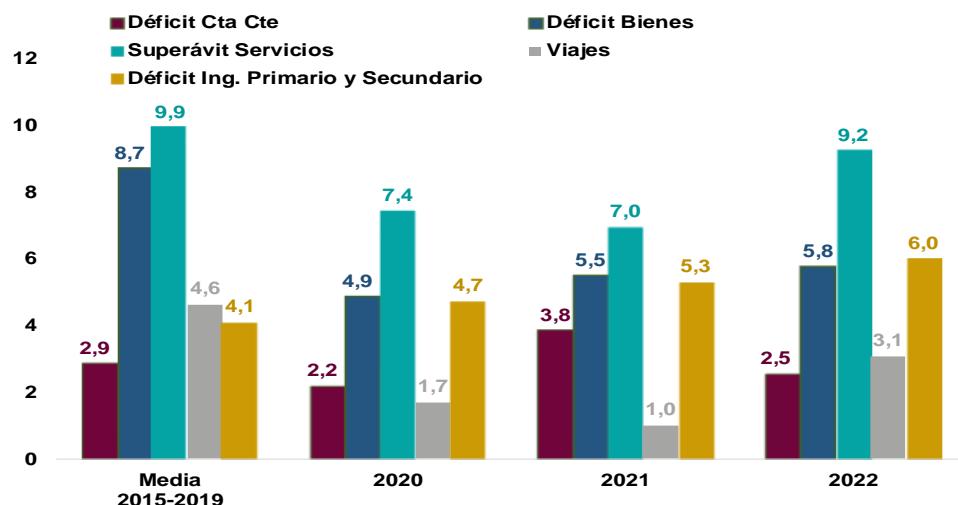
La recuperación económica local y de los principales socios comerciales del país mejoraría los flujos de comercio internacional durante el bienio 2021-2022. El mayor impacto se reflejaría sobre las importaciones, principalmente por el incremento esperado en la factura petrolera en el 2021 y en las compras de materias primas un año después. Lo anterior, aunado al efecto adverso de la pandemia sobre el turismo receptor y al mayor déficit del ingreso primario, ampliaría el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Para los años 2021 y 2022 se estima que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubique en torno a 3,8% y 2,5% del PIB, respectivamente. Lo anterior significa una revisión a la baja en relación con lo incluido en el IPM de abril pasado (4,1% y 3,5% del PIB, en ese orden). La revisión responde, principalmente, a una mejora en los pronósticos para la cuenta de servicios, particularmente, en la cuenta de viajes (turismo receptor), ante el avance en la vacunación en los Estados Unidos de América y el levantamiento de buena parte de las medidas sanitarias en ese país, principal mercado del turismo en Costa Rica.

El resultado previsto de la cuenta corriente para el bienio implica un incremento respecto al 2020 de 1,6 p.p. del PIB en el 2021 y 0,3 p.p. del PIB en el 2022. En el 2021 destaca el incremento en el déficit del ingreso primario y de la cuenta de bienes por 0,6 p.p. del PIB en ambos casos, así como el menor superávit del balance de servicios de aproximadamente 0,5 p.p. del PIB, por las razones que se detallan abajo. Por su parte, en el 2022 se prevé un repunte importante en la cuenta de viajes, por las razones antes mencionadas, pero sin alcanzar en este periodo los niveles observados previo a la pandemia (Gráfico 44).

**Gráfico 44. Déficit de cuenta corriente por componentes<sup>1/</sup>**

*Porcentajes del PIB*



<sup>1/</sup> Proyecciones para 2021-2022.

Fuente:BCCR

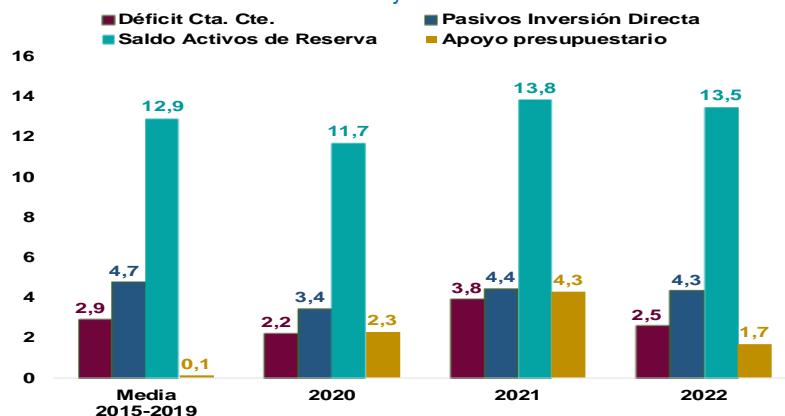
Particularmente, el déficit de la cuenta de bienes en el bienio 2021-2022 sería en promedio equivalente a 5,6% del PIB (4,9% del PIB en el 2020). Lo anterior se explica por la mejora en las perspectivas de crecimiento económico local y de nuestros principales socios comerciales, que impactaría con mayor fuerza a las importaciones dado el incremento esperado en la factura petrolera para el 2021 (84,9%) y de las compras de materias primas un año después (8,6%).

En cuanto a los hidrocarburos, se espera un precio medio para el barril de la mezcla de producto terminado para los dos años de *USD 77,4* (*USD 48,8* en el 2020). Lo anterior, aunado a una mayor demanda proyectada, consecuente con las mejores previsiones de crecimiento local, llevaría a una factura petrolera de *USD 1.543* millones en el 2021 y *USD 1.673* millones en el 2022 (*USD 835* millones en el 2020).

Se prevé para el bienio un mayor déficit de la cuenta de ingreso primario con respecto al 2020. Esto estaría asociado, principalmente, con la mayor renta de la inversión directa, dada la recuperación en esta modalidad de financiamiento y, en menor medida, por el aumento en los intereses de deuda externa, coherente con el aumento en las obligaciones financieras del Gobierno.

En lo referente a la cuenta financiera, para el bienio 2021-2022 se espera una recuperación en el financiamiento externo, tanto público como privado, respecto al 2020. Dichos flujos de ahorro externo previstos permitirían financiar la brecha de la cuenta corriente en ambos años y aumentar la posición de activos de reserva en torno al 13,7% del PIB en promedio en ese mismo lapso. Esos recursos estarían dominados por créditos de apoyo presupuestario hacia el Gobierno Central, emisión de títulos de deuda externa pública y mayores flujos de inversión directa, esto último en línea con las mejores perspectivas de crecimiento mundial (Gráfico 45).

**Gráfico 45. Balanza de pagos: componentes seleccionados<sup>1/</sup>**  
*Porcentajes del PIB*



<sup>1/</sup> Proyecciones para 2021-2022.

Fuente:BCCR.

Particularmente, el financiamiento hacia el sector público sería equivalente a 2,8% y 1,6% del PIB respectivamente, lo que contrasta con la salida neta registrada en el 2020 (0,8% del PIB). Para el 2021, se espera una entrada neta de *USD 1.768* millones, los cuales estarían explicados, fundamentalmente, por el influjo de recursos asociados a créditos de apoyo presupuestario para el Gobierno Central por *USD 2.662* millones y préstamos vinculados a proyectos por *USD 360* millones. Estos recursos serían parcialmente compensados, en mayor medida, por las

salidas de los bancos públicos por *USD* 870 millones y del resto del sector público no bancario por *USD* 570 millones.

Para el 2022, el ingreso neto de recursos hacia el sector público estaría sustentado, en mayor medida, en el supuesto de colocación de títulos de deuda externa por *USD* 1.000 millones, desembolsos de créditos de apoyo presupuestario por *USD* 1.102 millones y créditos vinculados a proyectos por *USD* 428 millones. La disponibilidad de recursos externos sería parcialmente compensada, particularmente, por el aumento en los activos netos con no residentes de los bancos públicos por *USD* 1.268 millones, así como por la atención de obligaciones contractuales por parte del Gobierno Central por *USD* 159 millones.

La mayor afluencia de recursos hacia el sector privado obedecería, fundamentalmente, a la recuperación en los flujos de inversión directa, que crecerían a una tasa interanual del 29,7% y 3,4% para el 2021 y 2022 respectivamente, lo cual permitiría alcanzar, en promedio, el equivalente al 4,3% del PIB en el bienio.

### 2.3.3 Finanzas públicas

**Las perspectivas para las finanzas públicas mejoran en el bienio 2021-22.** Los esfuerzos de reducción del gasto, que han ido más allá de lo que dicta la regla fiscal (Ley 9635), y el repunte de los ingresos tributarios en el primer semestre, contribuyeron a mejorar las proyecciones de los resultados financiero y primario para el presente año y el 2022. La razón de deuda continuaría su tendencia creciente, pero con un menor nivel, y el acceso a los créditos externos, en proceso de aprobación legislativa, contribuirá a reducir la carga de intereses y acelerar el punto de inflexión hacia la sostenibilidad de mediano plazo.

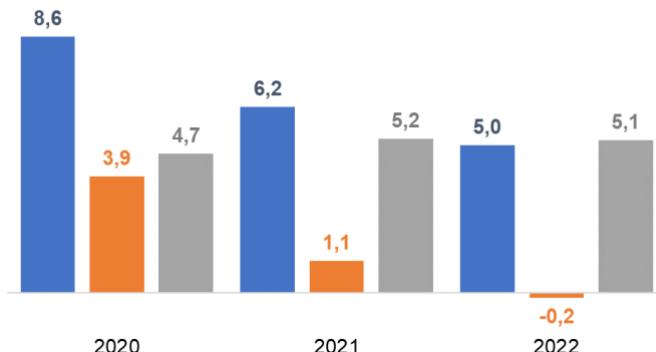
El superávit primario registrado en el primer semestre del 2021, de 0,2% del PIB (una vez hechos los ajustes estadísticos para tornar las cifras comparables con las del 2020), contrasta con lo observado en los últimos 12 años, en los cuales se registró un déficit primario a junio de cada año. A pesar de la mayor carga de intereses asociada a la creciente razón de deuda a PIB, permitió una reducción notable en el déficit financiero en ese semestre.

Dado lo anterior, el Ministerio de Hacienda estima que sus déficit financiero y primario alcanzarán este año niveles equivalentes a 6,2% y 1,1% del PIB (7,0% y 1,7% del PIB previstos en abril pasado). Para el 2022, el déficit financiero caería a un 5,0% del PIB y el balance primario alcanzaría un superávit de 0,2% del PIB (Gráfico 46).

#### Gráfico 46. Gobierno Central: déficit financiero, primario e intereses

*Porcentajes del PIB*

■ Déficit financiero ■ Déficit primario ■ Intereses

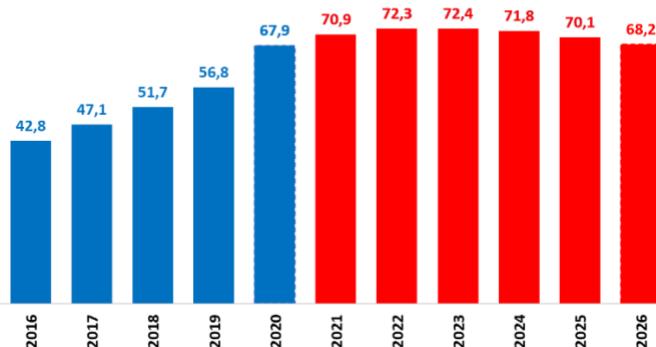


Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por su parte, se prevé que la razón de deuda siga creciendo pero a un menor nivel y alcance un máximo de 72,4% del PIB en el año 2023 (76% del PIB contemplado en enero en el convenio con el FMI), y que comience a decrecer a partir del 2024 (Gráfico 47).

#### Gráfico 47. Gobierno Central: Proyección de la razón de deuda

*Porcentajes del PIB*



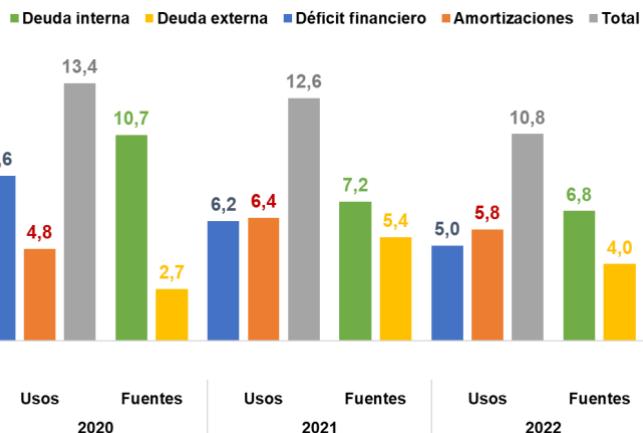
Fuente: Ministerio de Hacienda.

Estas proyecciones fiscales se basan en varios supuestos importantes. En primer lugar, contemplan que el Gobierno contará con la aprobación legislativa de los proyectos de ley para: (i) alcanzar el ajuste fiscal adicional que el país necesita y que fue convenido con el FMI; (ii) acceder a créditos externos de apoyo presupuestario por un monto total de *USD 2.661,5 millones*, con el fin de sustituir deuda interna más costosa por otra con mejores condiciones financieras (en tasa de interés y plazo); y (iii) la eventual colocación de bonos deuda externa a partir del 2022-2026 (por *USD 1.000 millones* cada año). Claro está, otro supuesto fundamental es la aplicación estricta de la regla fiscal.

Bajo esas condiciones, las necesidades brutas de financiamiento se reducirían de 13,4% del PIB en el 2020 a 10,8% en 2022 y, de contar con el financiamiento externo previsto, el requerimiento bruto interno sería en promedio de 7,0% del PIB en el lapso 2021-2023 (10,7% en el 2020) (Gráfico 48).

**Gráfico 48. Gobierno Central: financiamiento requerido y fuentes**

*Porcentajes del PIB*



Fuente: Ministerio de Hacienda.

En el Cuadro 3 se detallan los créditos externos de apoyo presupuestario (CAP) previstos en la estrategia de deuda de la Dirección de Crédito Público (DCP) para el lapso 2021-2023.

**Cuadro 3. Créditos externos de apoyo presupuestario (CAP)**

	2021	2022	2023
Agencia Francesa de Desarrollo (AFD)	118,8	59,4	
Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)	550,0		
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	500,0		
Banco Mundial (BIRF)	600,0	200,0	200,0
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	300,0	250,0	
Fondo Monetario Internacional (FMI)	592,7	592,7	592,67
<b>Total</b>	<b>2 661,5</b>	<b>1 102,1</b>	<b>792,7</b>

Fuente: Dirección de Crédito Público (DCP).

De estos CAP, algunos están en proceso de aprobaciones y otros en etapas de estructuración y negociación por parte del Ministerio de Hacienda y los respectivos organismos financieros multilaterales, pero todos poseen condiciones financieras favorables en relación con las que podría negociar el Ministerio de Hacienda en el mercado financiero local.

Así pues, la aprobación de estos créditos es muy favorable, desde la perspectiva macroeconómica, en el tanto:

- La sustitución de deuda onerosa por otra más favorable mejora la gestión de la deuda pública y facilita el retorno a la sostenibilidad fiscal.
- Mitigan las presiones alcistas sobre las tasas de interés que, en la actual coyuntura, podría ejercer el Gobierno Central en el mercado financiero local, presiones que restarían impulso a la reactivación económica.
- No representan un mayor gasto con respecto al que se encuentra

incorporado en Ley de Presupuesto Ordinario y Extraordinario de la República para el Ejercicio Económico del 2021 (Ley 9926), pues corresponden a un cambio en la fuente de financiamiento interno de la estructura de gastos prevista.

- Contribuyen a cerrar la brecha de financiamiento de la balanza de pagos y a mantener el blindaje financiero del país.
- No comprometen la sostenibilidad de la deuda pública externa del país, pues como proporción del PIB se mantiene en un nivel relativamente bajo.
- Los eventuales efectos de estos CAP sobre los agregados monetarios no comprometen la estabilidad macroeconómica del país ni el logro de la meta de inflación del Banco Central.
- Finalmente, en las actuales proyecciones estos créditos no incrementarían la proporción de los pasivos en moneda extranjera del Gobierno Central. De hecho, la exposición al riesgo cambiario del Gobierno más bien tendería a disminuir hacia el objetivo estratégico (35% de la deuda total), como se muestra en el Cuadro 4.

**Cuadro 4. Estrategia de financiamiento de mediano plazo**

*Porcentajes y porcentajes del PIB*

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Estructura deseable mediano plazo
<b>Porcentajes</b>							
<b>Deuda % PIB</b>							
Total	70,9	72,3	72,4	71,8	70,1	68,2	
Interna	50,9	49,7	49,8	49,0	48,3	46,2	
Externa	20,0	22,6	22,6	22,8	21,8	22,0	
<b>Riesgo cambiario</b>							
Colones	57,6	58,4	60,1	61,5	63,8	63,8	<b>60%-80%</b>
Dólares	42,4	41,6	39,9	38,5	36,2	36,2	<b>25%-35%</b>
<b>Fuente</b>							
Interna	71,8	68,8	68,8	68,2	68,9	67,8	
Externa	28,2	31,2	31,2	31,8	31,1	32,2	
TP\$ (DI)	14,2	10,4	8,7	6,7	5,1	4,0	
% DI	19,7	15,1	12,7	9,9	7,4	5,8	<b>20%</b>

Fuente: Dirección de Crédito Público.

Por otra parte, se proyecta que el déficit financiero del Banco Central sea de alrededor de 0,2% del PIB en el bienio 2021-2022, inferior a la cifra observada al cierre de 2020 (0,3%). El menor balance reflejaría menores gastos financieros por la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), pues los saldos de BEM se mantendrían relativamente contenidos y las tasas de interés bajas, en línea con la postura expansiva de la política monetaria. Estos menores gastos serían parcialmente contrarrestados por la caída en los ingresos sobre las reservas internacionales netas, dadas las bajas tasas de interés internacionales.

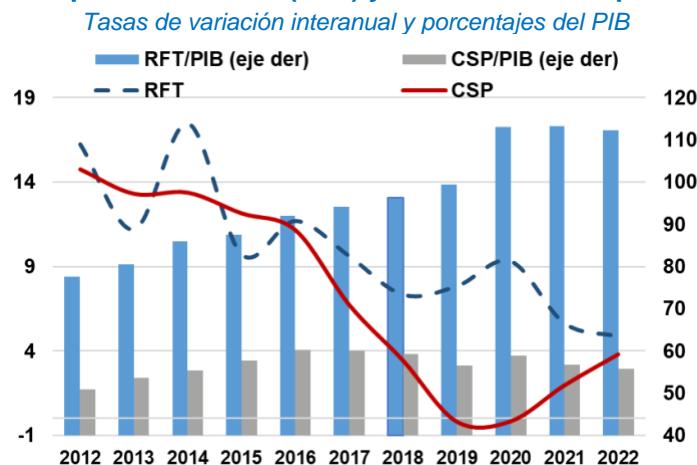
Finalmente, el resto del sector público no financiero (RSPNF) continuaría con resultados superavitarios en el bienio 2021-2022, en torno a 1,0% del PIB. Si bien son mejores que lo observado en el 2020 (0,8% del PIB), se mantiene por debajo de los resultados mostrados antes de la pandemia, cuando en promedio las empresas e instituciones del RSPNF presentaron en los últimos cuatro años un superávit medio de 1,3% del PIB.

### 2.3.4 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) crecería en torno a 5,6% y 4,9% en 2021 y 2022, en su orden. Eso permitiría que el ahorro en términos del PIB mantenga la tendencia al alza que le ha caracterizado, con valores en torno a 113% del PIB en el bienio 2021-2022 (Gráfico 49).

Asimismo, se prevé una recuperación en el crédito al sector privado, con tasas de crecimiento de 2,0% en 2021 y 3,8% el siguiente año (por mayores colocaciones en colones), luego del estancamiento observado en el bienio 2019-2020. El repunte esperado en la demanda de crédito estaría apoyado por la mejora 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 49. Riqueza financiera (RFT) y crédito al sector privado (CSP)<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Moneda extranjera sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### 2.3.5 Proyección de las principales variables macroeconómicas

**Cuadro 5. Principales variables macroeconómicas**

	2020	2021	2022
<b>PIB (miles de millones de ¢)</b>	36 174	38 184	40 331
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	-4,1	3,9	3,7
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	-3,5	2,1	3,1
<b>Inflación (%)</b>			
Meta (variación interanual IPC)		3,0% ( $\pm 1$ p.p.)	
Variación interanual IPC <sup>1/</sup>	0,9	1,9	1,4
<b>Balanza de Pagos (% PIB)</b>			
Cuenta corriente	-2,2	-3,8	-2,5
Cuenta comercial	-4,9	-5,5	-5,8
Cuenta financiera	0,7	-6,0	-2,9
Pasivos de Inversión Directa	-3,4	-4,4	-4,3
Saldo activos de reserva	11,7	13,8	13,5
<b>Sector Público Global Reducido (% PIB)</b>			
<b>Resultado Financiero</b>	-8,1	-5,4	-4,2
Gobierno Central <sup>2/</sup>	-8,6	-6,2	-5,0
Resto SPNF	0,8	1,0	1,0
BCCR	-0,3	-0,2	-0,2
<b>Deuda Gobierno Central (% PIB)</b>	67,9	70,9	72,3
<b>Agregados monetarios y crediticios (variación %)<sup>3/</sup></b>			
Liquidez total (M3)	10,7	7,8	6,3
Riqueza financiera total	9,3	5,6	4,9
Crédito al sector privado	-0,1	2,0	3,8
Moneda nacional	2,1	5,0	5,9
Moneda extranjera	-3,7	-3,1	0,0

<sup>1/</sup> Para 2021-2022 corresponde a la variación interanual del cuarto trimestre de cada año.

<sup>2/</sup> Proyecciones del Ministerio de Hacienda.

<sup>3/</sup> Moneda extranjera sin efecto cambiario.

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

# 3 Objetivos y medidas de política

## Objetivos y medidas de política

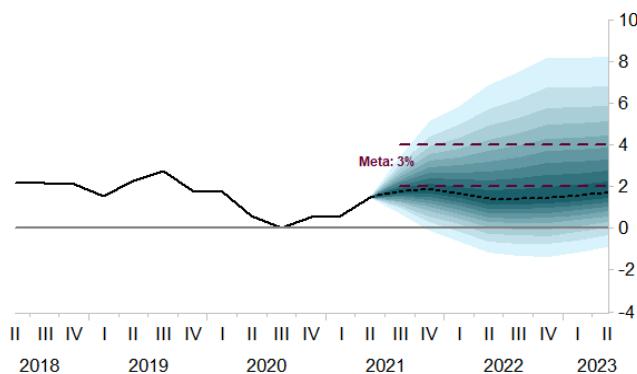
La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como pilar de la estabilidad macroeconómica. Para el bienio 2021-2022, reitera su meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%, con un margen de tolerancia de  $\pm 1$  p.p.

La política monetaria del BCCR es de carácter prospectivo; es decir, reacciona no a la inflación actual, sino en respuesta a sus pronósticos. Para ello, toma en consideración la proyección de las variables macroeconómicas que la determinan. Como en toda proyección, se debe reconocer que existen riesgos que podrían desviar la inflación tanto al alza como a la baja.

Los modelos de pronóstico del Banco Central señalan que la inflación seguirá por debajo de 3% en el horizonte temporal de esta programación macroeconómica (Gráfico 50). Esas proyecciones reflejan la persistencia de presiones a la baja en la inflación. En primer lugar, la contracción económica condujo a una alta tasa de desempleo, cuya reversión se estima será paulatina. Además, a pesar de la recuperación en la actividad económica proyectada para 2021 y 2022, se estima que la brecha de producto se mantendrá en valores negativos. En el tanto las brechas del producto y del empleo sean negativas, se prevé una transmisión limitada de la inflación importada a la interna. En segundo lugar, las expectativas de inflación se encuentran por debajo de la meta de inflación. Finalmente, los indicadores de inflación subyacente, que proveen una señal de la tendencia para la inflación de largo plazo, permanecen en valores inferiores al 3%.

Gráfico 50. Gráfico de abanico para la inflación general

Porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En tanto el pronóstico de inflación la ubique por debajo de la meta durante el horizonte de proyección, como en la situación actual, el Banco Central mantendrá una política monetaria expansiva y contracíclica, que apoye la recuperación de la actividad económica y el empleo y ayude a retornar la inflación gradualmente a la meta.

No obstante, como lo muestra el gráfico de abanico (Gráfico 50), los riesgos alrededor de la proyección de inflación están sesgados al alza. En particular, el aumento en los precios internacionales de las materias primas a niveles históricamente altos, y el impacto que eso ya ha tenido sobre el Índice de precios al productor de la manufactura, podría eventualmente transmitirse a los precios al consumidor y afectar las expectativas. Por ello, el Banco Central se mantendrá vigilante en todo momento.

Además, el Banco Central:

- a) Continuará con el proceso de mejoramiento de la comunicación con el público, como una herramienta básica para la conducción de la política monetaria y la formación de expectativas.
- b) Participará en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, y también 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, sin embargo, no interrumpirán la tendencia del tipo de cambio que impriman las fuerzas de oferta y demanda en el mercado. El Banco Central podría eventualmente intervenir como parte de un programa de compra de reservas, si es que tal programa fuera aprobado por su Junta Directiva.
- c) Seguirá con la inyección de liquidez en los mercados financieros, en forma oportuna y calibrada, para aliviar tensiones sistémicas de liquidez que puedan comprometer la estabilidad del sistema financiero o el adecuado funcionamiento del sistema de pagos.
- d) Continuará la coordinación con el Conassif y las superintendencias, según corresponda, sobre la normativa prudencial para impulsar medidas tendientes a mantener y fortalecer un adecuado flujo de crédito al sector privado y resguardar la estabilidad y eficiencia del sistema financiero nacional.

# 4 Análisis de riesgos

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2021-2022 incorpora la mejor información disponible a julio del 2021. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo de origen externo e interno en torno a las cifras previstas, los cuales se detallan a continuación. En el ámbito externo se mantienen como principales riesgos un crecimiento de la economía mundial menor al incorporado en este ejercicio, así como precios de materias primas por encima de lo previsto en el horizonte de la programación macroeconómica 2021-2022. Particularmente, destaca lo siguiente:

- a) **Un menor crecimiento de la economía mundial.** Si bien las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para el bienio 2021-2022 han mejorado en lo transcurrido del 2021, apoyadas por el rápido avance en las campañas de vacunación contra el COVID-19 en algunos países y el estímulo fiscal en Estados Unidos, todavía la incertidumbre en torno a la recuperación es alta debido al surgimiento de nuevas variantes del virus. Ello podría obligar al recrudecimiento de las medidas de restricción sanitaria en socios comerciales y países de origen de los turistas que visitan Costa Rica.

De materializarse un crecimiento económico mundial menor al previsto (en particular de Estados Unidos, principal socio comercial del país), la economía costarricense podría enfrentar una menor demanda externa que, de no ser compensada por la demanda interna, incidiría negativamente sobre la actividad económica nacional. Lo anterior llevaría a una brecha del producto aún más negativa para los próximos trimestres, con lo cual continuarían las fuerzas desinflacionarias y como consecuencia, la inflación podría ubicarse por debajo del valor central proyectado.

- b) **Otro factor de riesgo externo es el comportamiento del precio de las materias primas, y en especial de los derivados del petróleo.** En línea con la recuperación de la actividad económica mundial, la mayor demanda por materias primas, aunada a factores de oferta (como en el caso del petróleo y los alimentos) ha llevado a un incremento en sus precios y a un repunte de la inflación en algunos países. Este riesgo, también señalado en el IPM pasado, se ha materializado ya<sup>50</sup>, y se mantiene como un riesgo hacia adelante. Precios de materias primas superiores a los incorporadas en este ejercicio podrían presionar la inflación por encima de la proyección central y, simultáneamente, tener un efecto contractivo sobre la actividad económica y por ende sobre el empleo.

---

<sup>50</sup> En el IPM de abril se estimó un aumento del cóctel de 44,5% para el 2021 y una caída 1,8% para 2022. Las proyecciones para esta revisión del PM son aumentos de 56,2% y 3,1% para el 2021 y 2022 respectivamente.

- c) **Otro riesgo externo, que se ha incrementado, es el de que ocurra un aumento súbito de las tasas de interés internacionales debido al aumento de la inflación, que genere salidas de capital desde mercados emergentes.** Si bien se estima que el aumento en la inflación observado en algunos países es transitorio, si esta situación fuera más persistente de lo esperado, en especial en Estados Unidos, podría llevar a un retiro anticipado del estímulo monetario y un aumento en las tasas de interés internacionales, que podría estimular salidas de capital y poner presión sobre las monedas de mercados emergentes. Esto afectaría principalmente a los países con alto nivel de endeudamiento, como Costa Rica. Este choque podría presionar al alza la inflación y forzar un aumento en las tasas de interés locales, con impacto negativo sobre el crecimiento.
- d) **Un riesgo adicional se refiere al deterioro de la situación socio-política de Nicaragua.** Los recientes acontecimientos en ese país podrían generar una crisis social como la observada en el 2018, con efectos negativos sobre los flujos de comercio entre Costa Rica y Centroamérica y por tanto sobre la demanda externa que proviene de ese mercado.

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

- a) **Deterioro de las perspectivas fiscales, como consecuencia de la ausencia o insuficiencia de aprobación legislativa para las medidas de ajuste fiscal necesarias para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.** Si bien las finanzas públicas han registrado una mejora en lo que transcurre del 2021, y han ingresado parte de los créditos de apoyo presupuestario previstos para el presente año, persisten riesgos asociados a la ausencia, insuficiencia o atraso excesivo de las medidas necesarias para que el país continúe en la ruta hacia la sostenibilidad fiscal. Estas comprenden tanto la aprobación de las medidas de ajuste fiscal adicional enmarcadas en el convenio con el FMI, como el ingreso del resto de créditos de apoyo presupuestario previstos para este periodo y que permitirán mejorar la gestión de liquidez y de deuda pública.

De materializarse cualquiera de estos riesgos llevaría a un incremento de la incertidumbre, a tensiones en el mercado financiero y a una presión al alza sobre las tasas de interés locales, con un efecto neto negativo sobre la confianza, la demanda agregada y el crecimiento económico. Además, un deterioro en las perspectivas de las finanzas públicas podría generar presiones sobre el tipo de cambio, y por dicho canal, sobre la inflación.

- b) **La evolución de la pandemia en Costa Rica es otro riesgo fundamental.** Si se dieran aumentos significativos en la tasa de contagio por COVID-19 que obliguen a restablecer medidas más severas de restricción sanitaria, ello podría frenar y hasta reversar el proceso de recuperación económica. Un avance significativo en la campaña de vacunación y la responsabilidad ciudadana en el mantenimiento de los protocolos de salud (distanciamiento social, uso de mascarillas y lavado de manos) son esenciales para mitigar este riesgo.

- c) **Riesgos para el sistema financiero.** El principal riesgo para la estabilidad financiera es, en la actualidad, el asociado con la aprobación de las medidas de ajuste fiscal adicional. Un insuficiente avance podría, como se indica arriba, generar tensión en los mercados financieros locales. Sin embargo, la evolución de la morosidad supone también un riesgo para los intermediarios financieros.

Los ajustes en la normativa prudencial por parte del Conassif y la Sugef para facilitar los arreglos de pago y mejorar las condiciones financieras, así como la aprobación del BCCR de la facilidad temporal de financiamiento a mediano plazo para los intermediarios financieros regulados por la Sugef, han logrado hasta el momento preservar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, los intermediarios financieros enfrentan un mayor riesgo de crédito por la caída significativa de los ingresos de los hogares y empresas como consecuencia de la pandemia por COVID-19<sup>51</sup>. Un aumento abrupto y sostenido en la morosidad podría afectar la rentabilidad y suficiencia patrimonial de los intermediarios financieros y, en última instancia, su capacidad de otorgar crédito.

- d) **Condiciones climáticas adversas.** La frecuencia y severidad de los choques climáticos han aumentado en los últimos años. Estos eventos, de manifestarse en forma significativa, tendrían impactos negativos sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, y por tanto sobre la capacidad de crecimiento de la economía. Eso incrementaría las presiones desinflacionarias (capacidad ociosa), aunque éstas podrían ser compensadas parcialmente por el alza en los precios de bienes agrícolas que podría resultar de esos choques climáticos.
- e) **Aumento de las tensiones sociales.** En el pasado reciente las medidas solicitadas por el Gobierno en procura de la sostenibilidad de las finanzas públicas y para reducir la tasa de contagio por COVID-19 desencadenaron manifestaciones por parte de algunos sectores, algunas de las cuales llevaron al cierre de servicios públicos y bloqueo de carreteras. De presentarse ese tipo de situaciones, tendrían efectos adversos sobre la producción que, a su vez, podrían amplificar algunos de los riesgos internos mencionados de previo.

---

<sup>51</sup> En el avance semestral del Informe de Estabilidad Financiera del 2021, publicado el 26 de abril pasado, se señaló que los adecuados niveles de solvencia, liquidez y capital, previos a la pandemia, permitieron a los intermediarios financieros del país enfrentar los efectos adversos de la crisis. Sin embargo, las contingencias aumentaron, especialmente las originadas en el riesgo de crédito.

# 5 Anexos

## 1) Seguimiento de los riesgos Programa Macroeconómico 2021-2022.

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
Externo		
1. Menor crecimiento de la economía mundial	<p>Si bien las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para el bienio 2021-2022 han mejorado en lo transcurrido del 2021, apoyadas por el rápido avance en las campañas de vacunación contra el COVID-19 en algunos países y el estímulo fiscal en Estados Unidos, todavía es alta la incertidumbre en torno a la recuperación, debido al surgimiento de nuevas variantes del virus. Ello podría obligar al recrudecimiento de las medidas de restricción sanitaria en socios comerciales y países de origen de los turistas que visitan Costa Rica.</p> <p>De materializarse un crecimiento económico mundial (en particular de Estados Unidos, principal socio comercial del país) menor al previsto, la economía costarricense podría enfrentar una menor demanda externa que, de no ser compensada por la demanda interna, incidiría negativamente sobre la actividad económica nacional. Lo anterior llevaría a una brecha del producto aún más negativa para los próximos trimestres, con lo cual continuarían las fuerzas desinflacionarias y, como consecuencia, la inflación podría ubicarse por debajo del valor central proyectado.</p>	<p>Proyecciones de organismos multilaterales (BM, FMI, OCDE, CEPAL).</p> <p>Comunicados de prensa Departamento de Comercio de los Estados Unidos (aranceles).</p> <p>Indicadores de corto plazo de los principales socios comerciales del país.</p>
2. Comportamiento del precio de las materias primas, y en especial de los derivados del petróleo	<p>En línea con la recuperación de la actividad económica mundial, la mayor demanda por materias primas, aunada a factores de oferta (como en el caso del petróleo y los alimentos) ha llevado a un incremento en sus precios. Precios de materias primas superiores a los incorporadas en este ejercicio podrían presionar la inflación por encima de la proyección central y, simultáneamente, tener un efecto contractivo sobre la actividad económica y por ende sobre el empleo.</p>	<p>Bloomberg.</p> <p>Mercado de futuros de la Bolsa de Chicago.</p> <p>Índice de volatilidad del precio del petróleo (OVX).</p>
3. Aumento súbito de las tasas de interés internacionales	<p>Si el aumento en la inflación observado en algunos países fuera más persistente de lo esperado, en especial en Estados Unidos, ello podría llevar a un retiro anticipado del estímulo monetario y un aumento en las</p>	<p>Comunicados de política monetaria de bancos centrales,</p> <p>Proyecciones de organismos</p>

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
	tasas de interés internacionales. Este choque, que afectaría principalmente a los países con alto nivel de endeudamiento, como Costa Rica, podría presionar al alza la inflación y forzar un aumento en las tasas de interés locales, con impacto negativo sobre el crecimiento.	multilaterales (BM, FMI, OCDE, CEPAL). Bloomberg.
4. Deterioro de la situación sociopolítica de Nicaragua	Los recientes acontecimientos en Nicaragua podrían generar una crisis social como la observada en el 2018. Esta situación tendría efectos negativos sobre los flujos de comercio entre Costa Rica y Centroamérica y por tanto sobre la demanda externa que proviene de ese mercado.	Noticias internacionales. Estadísticas de comercio exterior.
Internos		
1. Deterioro de las perspectivas fiscales	La ausencia, insuficiencia o atraso excesivo de las medidas necesarias para que el país continúe en la ruta hacia la sostenibilidad fiscal (aprobación de las medidas de ajuste fiscal adicional enmarcadas en el convenio con el FMI e ingreso del resto de créditos de apoyo presupuestario previstos para este periodo, entre otras) llevaría a un incremento de la incertidumbre, a tensiones en el mercado financiero y a una presión al alza sobre las tasas de interés locales, con un efecto neto negativo sobre la confianza, la demanda agregada y el crecimiento económico. Además, un deterioro en las perspectivas de las finanzas públicas podría generar presiones sobre el tipo de cambio, y por dicho canal, sobre la inflación	Noticias sobre avance de la agenda legislativa. Principales indicadores fiscales (día 20 de cada mes). Proyección del flujo de caja del Gobierno Central. Índice global de mercados emergentes (EMBIG) para Costa Rica. Programación financiera del Ministerio de Hacienda. Coordinación con funcionarios del Poder Ejecutivo para dar seguimiento al estado de estas operaciones.
2. Evolución de la pandemia	Aumentos significativos en la tasa de contagio por COVID-19 podrían obligar a restablecer medidas más severas de restricción sanitaria, y con ello frenar y hasta reversar el proceso de recuperación económica.	Directrices del Ministerio de Salud, Caja Costarricense de Seguro Social, Comisión Nacional de Emergencias. Observatorio del Desarrollo de la Universidad de Costa Rica.
3. Riesgos para el sistema financiero	Un insuficiente avance en la aprobación de las medidas de ajuste fiscal adicional podría generar tensión sobre los mercados financieros, las tasas de interés y el tipo de cambio. Un aumento abrupto y sostenido en la morosidad por la caída significativa de los ingresos de los hogares y empresas como consecuencia de la pandemia por COVID-19 podría afectar la rentabilidad y la suficiencia patrimonial de los intermediarios financieros.	Indicadores de mora bancaria Cantidad de prórrogas y readecuaciones de créditos Indicadores de tensión del sistema financiero

Evento	Causa y consecuencia	¿Cómo se le da seguimiento?
4. Condiciones climáticas adversas	<p>La frecuencia y severidad de los choques climáticos adversos han aumentado en los últimos años. Estos eventos, de manifestarse en forma significativa, tendrían impactos negativos sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, y por tanto sobre la capacidad de crecimiento de la economía. Eso incrementaría las presiones desinflacionarias (capacidad ociosa), aunque estas podrían ser compensadas parcialmente por el alza en los precios de bienes agrícolas que podría resultar de esos choques climáticos.</p>	<p>Encuestas mensuales sobre actividad económica del BCCR. Consultas a otras entidades públicas sobre los efectos del clima severo sobre la infraestructura y áreas de cultivo. Instituto Meteorológico Nacional. Boletines sobre el fenómeno El Niño-Oscilación Sur (ENOS).</p>
5. Aumento de las tensiones sociales	<p>En el pasado reciente las medidas solicitadas por el Gobierno en procura de la sostenibilidad de las finanzas públicas y para reducir la tasa de contagio por COVID-19 desencadenaron manifestaciones por parte de algunos sectores, algunas de las cuales llevaron al cierre de servicios públicos y bloqueo de carreteras. De presentarse ese tipo de situaciones, tendrían efectos adversos sobre la producción que, a su vez, podrían amplificar algunos de los riesgos internos mencionados de previo.</p>	<p>Encuestas mensuales sobre actividad económica o Pulso Empresarial de la UCCAEP (trimestral). Informe mensual de coyuntura económica (IMCE).</p>

## 2) Anexo estadístico.

**Cuadro A. 1. PIB por componentes de gasto, en volumen**

*Variación porcentual interanual por semestre<sup>1/</sup>*

	2020		2021	
	I	II	I	II
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>-2,7</b>	<b>-5,4</b>	<b>2,1</b>	<b>5,6</b>
<b>DEMANDA INTERNA</b>	-2,0	-3,5	2,2	2,9
Consumo Final de Hogares	-3,4	-5,5	0,7	3,8
Consumo de Gobierno	0,0	2,5	1,4	-1,0
Formación de Capital Fijo	1,3	0,5	1,4	3,6
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>-6,6</b>	<b>-12,3</b>	<b>6,4</b>	<b>17,5</b>
Bienes	0,1	2,2	17,3	17,1
Servicios	-16,0	-31,4	-9,0	18,4
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>-7,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>11,1</b>	<b>8,8</b>
Bienes	-7,3	-6,7	11,8	7,1
Servicios	-4,9	-10,7	4,1	13,4

<sup>1/</sup> Estimación II semestre del 2021.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A. 2. PIB por componentes del gasto, en volumen**

*Variación interanual en porcentajes<sup>1/</sup>*

	Promedio 2015-2019	Variación %			Aporte (p.p.)		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>PIB</b>	<b>3,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>
<b>DEMANDA INTERNA (+)</b>	<b>3,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,8</b>
Consumo de hogares	3,5	-4,8	2,4	2,6	-3,1	1,6	1,6
Consumo de gobierno	2,5	0,7	0,3	1,0	0,2	0,1	0,2
Formación bruta de capital fijo	0,9	0,7	2,9	3,4	0,1	0,5	0,6
Inversión privada	2,1	2,6	6,7	3,4	0,3	0,9	0,5
Inversión pública	-1,7	-6,7	-12,9	3,6	-0,2	-0,4	0,1
Variación de existencias (% de PIB)	0,0	-0,4	0,4	0,1	-0,6	1,1	-0,6
<b>EXPORTACIONES (+)</b>	<b>5,4</b>	<b>-9,5</b>	<b>12,4</b>	<b>11,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
Bienes	4,6	1,1	18,7	5,0	0,2	3,7	1,2
Servicios	6,7	-22,6	1,7	23,7	-3,4	0,2	2,8
<b>IMPORTACIONES (-)</b>	<b>4,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>11,2</b>	<b>5,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,1</b>
Bienes	2,7	-7,3	11,0	5,3	-1,8	2,5	1,5
Servicios	11,8	-9,9	12,0	7,8	-0,7	0,8	0,6
<b>Ingreso disponible bruto real</b>	<b>3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>			

<sup>1/</sup> Proyecciones para 2021-2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A. 3. PIB y valor agregado por industria, en volumen***Variación porcentual interanual por semestre<sup>1/</sup>*

	2020		2021	
	I	II	I	II
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>-2,7</b>	<b>-5,4</b>	<b>2,1</b>	<b>5,6</b>
Agricultura, silvicultura y pesca	0	0	0	0
Industria manufacturera	0,5	0,0	1,2	2,2
Rég. Definitivo	2,3	4,0	11,4	10,0
Rég. Especiales	-1,9	-2,5	2,0	4,2
Construcción	11,3	15,9	26,0	20,8
Con destino público	1,3	-4,1	-2,4	1,9
Con destino privado	-11,3	-6,4	-10,5	-21,1
Comercio y reparación de vehículos	-2,4	-5,7	-2,7	4,0
Transporte y almacenamiento	-7,4	-10,0	4,4	5,9
Hoteles y restaurantes	-16,2	-26,9	-5,9	8,0
Actividades financieras y de seguros	-36,6	-56,1	-15,0	45,6
Servicios empresariales	-0,6	0,2	4,2	5,5
Resto <sup>2/</sup>	1,9	-1,7	1,6	4,4
	-1,3	-3,1	0,8	3,5

<sup>1/</sup> Estimación II semestre del 2021.<sup>2/</sup> Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, administración pública, educación y salud, actividades artísticas, de entretenimiento, recreativas, hogares como empleadores y otros servicios; e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A. 4. PIB y valor agregado por industria, en volumen***Variación interanual en porcentajes<sup>1/</sup>*

	Promedio 2016-2020	Variación %			Aporte (p.p.)		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>PIB</b>	<b>3,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>
Agricultura	1,9	0,3	2,3	2,3	0,0	0,1	0,1
Manufactura	1,9	4,0	10,5	6,2	0,5	1,3	0,9
Construcción	-1,5	-4,6	-1,3	3,8	-0,2	-0,1	0,2
Comercio	3,6	-9,7	5,8	2,8	-0,9	0,5	0,2
Transporte	4,2	-22,5	5,8	4,5	-1,0	0,2	0,2
Hoteles y Rest.	2,9	-44,9	6,7	15,3	-1,5	0,1	0,3
Serv. Empresariales	6,9	-0,3	3,0	3,1	0,0	0,4	0,4
Resto <sup>2/</sup>	3,5	-1,9	2,5	3,0	-1,0	1,4	1,4

<sup>1/</sup> Estimación II semestre del 2021.<sup>2/</sup> Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, intermediarios financieros y seguros, administración pública, educación y salud, actividades artísticas, de entretenimiento, recreativas, hogares como empleadores y otros servicios; e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A.5. Balanza de pagos semestral***Millones de USD y porcentajes del PIB*

	Millones de USD						% PIB	
	2020			2021			2020	2021
	I Sem	II Sem	Total	I Sem	II Sem	Total		
<b>I Cuenta corriente</b>	<b>-245</b>	<b>-1 104</b>	<b>-1 349</b>	<b>-1 341</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>
A. Bienes	-1 597	-1 417	-3 014	-1 782	-2,6	-2,3	-4,9	-2,9
Exportaciones FOB	5 836	6 192	12 028	7 331	9,4	10,0	19,4	11,8
Importaciones CIF	7 433	7 609	15 042	9 113	12,0	12,3	24,3	14,7
Hidrocarburos	450	385	835	685	0,7	0,6	1,3	1,1
B. Servicios	2 749	1 847	4 596	2 053	4,4	3,0	7,4	3,3
Viajes	1 002	55	1 056	262	1,6	0,1	1,7	0,4
C. Ingreso Primario	-1 686	-1 813	-3 499	-1 883	-2,7	-2,9	-5,7	-3,0
D. Ingreso Secundario	289	280	568	272	0,5	0,5	0,9	0,4
<b>II Cuenta de Capital</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-234	-1 087	-1 321	-1 332	-0,4	-1,8	-2,1	-2,1
<b>III Cuenta financiera</b>	<b>176</b>	<b>246</b>	<b>422</b>	<b>-1 264</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,0</b>
Sector Público	728	-258	471	164	1,2	-0,4	0,8	0,3
Sector Privado	-552	504	-49	-1 427	-0,9	0,8	-0,1	-2,3
Pasivos de Inversión Directa	-908	-1 195	-2 103	-1 417	-1,5	-1,9	-3,4	-2,3
<b>IV Activos de Reserva</b>	<b>-414</b>	<b>-1 341</b>	<b>-1 754</b>	<b>-69</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,1</b>
<b>Saldo de Activos de Reserva</b>	<b>8 600</b>	<b>7 232</b>	<b>7 232</b>	<b>7 141</b>	<b>13,9</b>	<b>11,7</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A. 6. Balanza de pagos**  
*Millones de USD y porcentajes del PIB<sup>1/</sup>*

	2020	2021	2022
<b>I Cuenta corriente</b>	-1 349	-2 390	-1 674
A. Bienes	-3 014	-3 415	-3 798
Exportaciones FOB	12 028	14 476	15 367
Importaciones CIF	15 042	17 891	19 165
Hidrocarburos	835	1 543	1 673
B. Servicios	4 596	4 317	6 076
Viajes	1 056	626	2 035
C. Ingreso Primario	-3 499	-3 867	-4 525
Intereses de la deuda pública	-791	-793	-1 018
Resto del ingreso primario	-2 708	-3 074	-3 507
D. Ingreso Secundario	568	576	573
<b>II Cuenta de Capital</b>	17	19	20
<b>Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)</b>	-1 332	-2 371	-1 654
<b>III Cuenta financiera</b>	422	-3 727	-1 932
Sector Público	471	-1 768	-1 049
Sector Privado	-49	-1 959	-883
Pasivos de Inversión Directa	-2 103	-2 729	-2 821
<b>IV Activos de Reserva</b>	-1 754	1 356	278
<b>Relaciones respecto al PIB</b>			
Endeudamiento neto	-2,2	-3,8	-2,5
Cuenta Corriente	-2,2	-3,8	-2,5
Cuenta de Bienes	-4,9	-5,5	-5,8
Balance de Servicios	7,4	7,0	9,2
Balance de Ingreso Primario	-5,7	-6,2	-6,9
Cuenta Financiera	0,7	-6,0	-2,9
Pasivos de Inversión Directa	-3,4	-4,4	-4,3
Saldo Activos de Reserva	11,7	13,8	13,5

<sup>1/</sup> Proyecciones para 2021-2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A. 7. Ingresos, gastos y resultado financiero del Gobierno Central**

*Millones de colones y porcentajes del PIB*

	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>5 741 134</b>	<b>6 171 938</b>
% crec.	<b>13,9</b>	<b>7,5</b>
% PIB	<b>15,0</b>	<b>15,3</b>
Ingresos Corrientes	5 734 599	6 165 077
% PIB	15,0	15,3
Ingresos Tributarios	5 022 175	5 479 378
% PIB	13,2	13,6
Ingresos no Tributarios	135 396	143 002
% PIB	0,4	0,4
Transferencias	127 267	81 456
% PIB	0,3	0,2
Contribuciones Sociales	449 761	461 240
% PIB	1,2	1,1
Ingresos de Capital:	6 535	6 861
% PIB	0,0	0,0
<b>GASTO TOTAL</b>	<b>8 116 004</b>	<b>8 172 646</b>
% crec.	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>
% PIB	<b>21,3</b>	<b>20,3</b>
Gastos Corrientes	7 524 701	7 436 124
% PIB	19,7	18,4
Gastos Corrientes primarios	5 557 230	5 372 895
% crec.	-4,0	-3,3
% PIB	14,6	13,3
Remuneraciones	2 631 434	2 631 697
% PIB	6,9	6,5
Adquisición bienes y servicios	343 110	287 596
% PIB	0,9	0,7
Intereses	1 967 472	2 063 229
% PIB	5,2	5,1
Transferencias Corrientes	2 582 686	2 453 602
% PIB	6,8	6,1
Gastos de Capital	586 797	732 017
% PIB	1,5	1,8
Otros Activos Financieros	4 506	4 506
% PIB	0,0	0,0
<b>Resultado primario</b>	<b>- 407 399</b>	<b>62 521</b>
% PIB	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>
<b>Resultado financiero</b>	<b>- 2 374 871</b>	<b>- 2 000 708</b>
% PIB	<b>-6,2</b>	<b>-5,0</b>
<b>PIB</b>	<b>38 184 336</b>	<b>40 330 891</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda.

**Cuadro A. 8. Agregados monetarios y crédito al sector privado<sup>1/</sup>**  
*Variación porcentual interanual*

	Medio circulante ampliado <sup>2/</sup>			Líquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>	Colones	Dólares <sup>3/</sup>	Total <sup>4/</sup>
<b>2019</b>												
I semestre	4,9	3,0	4,1	3,8	3,2	3,6	6,6	10,8	7,8	6,1	-2,7	2,5
II semestre	7,8	3,8	6,2	4,8	3,5	4,3	6,4	11,9	8,0	2,9	-4,0	0,1
<b>Anual</b>												
Promedio	6,3	3,4	5,2	4,3	3,3	3,9	6,5	11,3	7,9	4,5	-3,3	1,3
A diciembre	12,7	6,9	10,5	7,8	3,4	6,2	7,6	8,5	7,8	1,8	-3,1	-0,2
<b>2020</b>												
I semestre	30,8	15,5	24,7	11,0	5,6	9,0	9,4	5,5	8,2	1,0	-1,5	0,1
II semestre	43,0	24,5	35,8	14,9	9,0	12,7	11,3	5,0	9,4	1,5	-2,5	-0,1
<b>Anual</b>												
Promedio	36,9	20,0	30,2	13,0	7,3	10,9	10,4	5,3	8,8	1,3	-2,0	0,0
A diciembre	29,7	24,4	27,8	10,9	10,3	10,7	10,0	7,7	9,3	2,1	-3,7	-0,1
<b>2021</b>												
I semestre	19,5	20,8	20,0	7,4	8,7	7,9	8,0	5,7	7,3	3,0	-4,6	0,1

<sup>1/</sup> Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y crédito y Caja de Ande.

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

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro A. 9. Principales variables internacionales**  
*En porcentajes*

	2019	2020 <sup>1/</sup>	Proyecciones		
			2021	2022	
<b>Crecimiento del producto</b>					
<b>Mundial</b>	<b>2,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,9</b>	
Economías avanzadas	1,6	-4,6	5,6	4,4	
Estados Unidos	2,2	-3,5	7,0	4,9	
Zona del euro	1,3	-6,5	4,6	4,3	
Mercados emergentes y en desarrollo	3,7	-2,1	6,3	5,2	
China	6,0	2,3	8,1	5,7	
América Latina y Caribe	0,1	-7,0	5,8	3,2	
Brasil	1,4	-4,1	5,3	1,9	
<b>Costa Rica<sup>2/</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	
<b>Socios comerciales, promedio<sup>3/</sup></b>	<b>1,9</b>	<b>-4,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	
<b>Inflación mundial (IPC)<sup>4/</sup></b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	
Economías avanzadas	1,4	0,7	2,4	2,1	
Mercados emergentes y en desarrollo	5,1	5,1	5,4	4,7	
<b>Socios comerciales, promedio<sup>5/</sup></b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	
<b>Precio del petróleo (USD)<sup>6/</sup></b>	71,1	48,8	76,2	78,5	
Variación %	-8,7	-31,4	56,2	3,1	
<b>Términos de intercambio</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,7</b>	<b>0,1</b>	
<b>Líbor 6 meses (a diciembre)</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	

1/ Estimaciones.

2/ Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.

3/ Ponderado por los flujos de exportación acumulados a mayo del 2021.

4/ Promedio anual.

5/ Ponderada por el peso relativo de las importaciones (ponderaciones móviles).

6/ Precio de hidrocarburos: Corresponde al precio por barril de producto terminado importado por Costa Rica, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen (entre el precio del crudo y el valor de producto terminado) USD 12 por barril para el 2021 por efecto pandemia. Para el 2022 se retorna a la diferencia histórica prepandemia de USD 14.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Fondo Monetario Internacional (julio del 2021) y Bloomberg.