

## Informe Mensual de Riesgos Diciembre 2022

### Asesor Externo: Pedro Aguilar M

El entorno económico continúa presentando una alta incertidumbre conforme evoluciona al alza los niveles de inflación, las preocupaciones de los Bancos Centrales alrededor de ello y sus respectivas acciones para contenerla. A continuación, se presentan los principales hechos descriptivos con relación a esta dinámica, basado en el último informe emitido por el Banco Central de Costa Rica, esta vez haciendo énfasis en las expectativas económicas del 2023:

- Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial se revisan a la baja, principalmente por el impacto económico de la guerra entre Rusia y Ucrania y la política contractiva de los bancos centrales para contener la elevada inflación. Pese a ello, los organismos internacionales prevén una mayor inflación internacional, especialmente para el 2022, para luego descender en los dos siguientes años, pero sin llegar en el agregado mundial a los niveles en torno a los objetivos inflacionarios usuales de los bancos centrales.
- En ese contexto, para la economía nacional se proyecta un crecimiento del PIB de 4,3% y 2,7% en el 2022 y el 2023, respectivamente, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado. En este bienio la inflación en Costa Rica se mantendría por encima *del margen de tolerancia con respecto a la meta y retornaría a dicho rango en el 2024. Los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se inclinan al alza.*
- *Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas. A ello se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión y de que se generen conflictos sociales. En el ámbito local destacan un deterioro más acentuado de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.*

### Proyecciones para la economía internacional

Los organismos internacionales revisaron nuevamente a la baja las perspectivas de crecimiento mundial y al alza las de inflación.

El retiro de la política monetaria expansiva, los problemas de suministro, la política de tolerancia cero del COVID-19 y las prolongadas tensiones financieras entre los urbanizadores, estos dos últimos en China, y la extensión del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, han llevado a lo largo de año a un ajuste continuo y significativo por parte de los organismos financieros internacionales de sus proyecciones de crecimiento económico e inflación para el 2022.

El Banco Mundial (BM), en su informe “Perspectivas económicas mundiales” de junio pasado redujo las proyecciones de crecimiento mundial para el bienio 2022-2023 en 1,2 p.p. y 0,2 p.p., con respecto al informe de enero, hasta ubicarlas en 2,9% y 3,0%, respectivamente. Asimismo, prevé que la inflación internacional disminuya a 3% mediados del 2023, influida por la desaceleración de la economía mundial, la disminución de los problemas en las cadenas de suministros y el aumento de la oferta de productos básicos. Pese a esa reducción, ese nivel sería de alrededor de 1 p.p. superior a su valor promedio en el 2019

En igual sentido, el informe de perspectivas económicas provisionales de la OCDE de setiembre del 2022 pronostica una desaceleración de la actividad económica mundial, desde 5,8% en el 2021 hasta 3,0% en el 2022 y 2,2% en el 2023, este último por debajo de las proyecciones publicadas en junio pasado (2,8%).

Por su parte, el FMI, en su informe “Perspectivas de la economía mundial” de octubre de 2022 mantuvo la proyección de crecimiento mundial para el presente año (3.2%) y revisó a la baja la del próximo en 0,2 p.p. con respecto al informe de julio, para ubicar esta última en 2,7% en el escenario base. El crecimiento proyectado para el 2023, es el más débil desde el 2001, con excepción de la crisis financiera mundial y la fase aguda de la pandemia del COVID-19. El FMI señaló que prevé una desaceleración generalizada y más acentuada de lo previsto en julio para el 2023, con la característica de que varios países, que representan aproximadamente un tercio de la economía mundial, se encuentran a punto de contraerse este o el próximo año. Para el 2024, el FMI prevé que la economía mundial retornaría a un crecimiento similar al del 2022 (3,2%).

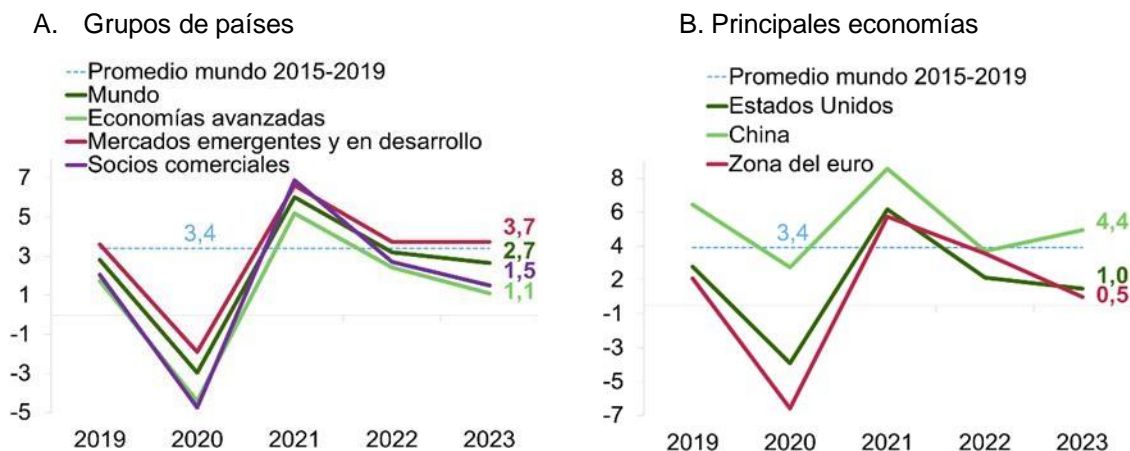
Para Estados Unidos, China y la zona del euro, las tres principales economías del mundo, el citado organismo prevé que pasarían de un crecimiento de 1,6%, 3,2% y 3,1% en el 2022 a 1,0%, 4,4% y 0,5% en el 2023 en el 2023, respectivamente.

En Estados Unidos, el crecimiento económico ha sido perjudicado por el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras, mientras que en China ha pesado el debilitamiento del sector inmobiliario y los continuos confinamientos para contener el contagio del virus SARS-CoV 2. En la zona del euro y en Europa en general, la crisis energética provocada por las sanciones impuestas por occidente a Rusia, que previamente era su mayor proveedor, ha incidido en la desaceleración prevista para el 2023.

Recientemente los principales bancos centrales también han ajustado las proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el bienio 2022-2023. Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión de política monetaria del 20 y 21 de setiembre pasado modificó su proyección de crecimiento económico para el 2022 a [0,1%, 0,3%] y para el 2023 a [0,5%, 1,5%]<sup>32</sup>, y ubicó su perspectiva de inflación en [5,3%, 5,7%] y [2,6%, 3,5%]<sup>33</sup>, en igual orden<sup>34</sup>. Para la tasa de fondos federales, pronosticó los siguientes rangos para el bienio 2022-2023: [4,1%, 4,4%] y [4,4%, 4,9%].

Por su parte, el BCE, en su reunión de política monetaria del pasado 8 de setiembre, revisó al alza su proyección de crecimiento para el 2022 hasta 3,1% y la redujo para el 2023 a 0,9% (2,8% y 2,1% previstos en junio del 2022). Asimismo, actualizó su estimación de inflación a 8,1% y 5,5% para el bienio 2022-2023 (desde 6,8% y 3,5% en junio último). Para el 2024, el BCE prevé un crecimiento económico de 1,9% y una desaceleración de la inflación hasta 2,3%, con lo cual se ubicaría en torno al objetivo inflacionario (2%).

Proyecciones de crecimiento mundial para el periodo 2022-2023  
Variación interanual en porcentajes



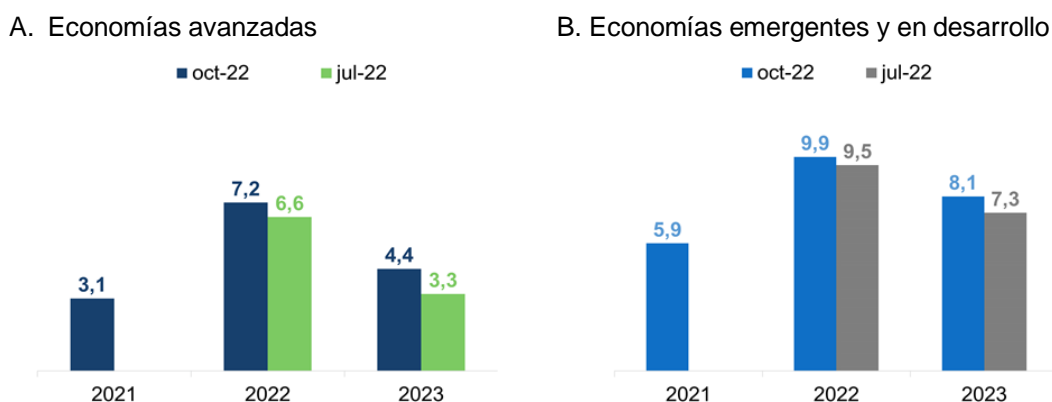
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe “Perspectivas de la economía mundial”, octubre 2022, del Fondo Monetario Internacional.

Pese a la desaceleración económica, las presiones inflacionarias han sido más extensas y persistentes de lo esperado. El FMI pronostica que la inflación mundial aumente de 4,7% en 2021 a 8,8% en 2022, para luego descender a 6,5% en el 2023 y 4,1% en el 2024.

Para las economías avanzadas y emergentes, este organismo internacional prevé que la inflación alcance un máximo en el 2022 de 7,2% y 9,9%, respectivamente y una moderación para el 2023 hasta 4,4% y 8,1%, en igual orden.

Para el 2024, el FMI prevé una inflación de 2,4% en las economías avanzadas y 5,3% en las economías emergentes.

Proyecciones de inflación para el lapso 2022-2023  
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe “Perspectivas de la economía mundial”, julio y octubre 2022, del Fondo Monetario Internacional.

Este entorno es más adverso para la economía nacional tanto con respecto al del año previo como a lo proyectado en julio del 2022.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial, en particular de los socios comerciales del país, y, en general, un entorno de mayor inflación global incidirían negativamente sobre el desempeño económico local. Ello por cuanto los analistas internacionales prevén condiciones financieras más restrictivas, dado el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías, incluido un rápido incremento de las tasas de interés de referencia. Los principales supuestos de la economía internacional se presentan en el Cuadro 3. De este cuadro, destaca lo siguiente:

- a. La revisión a la baja de 2,3% a 1,6% en el crecimiento de los Estados Unidos para el 2022, nuestro principal socio comercial, con respecto a lo previsto en julio. Para el 2023, el FMI estima una desaceleración hasta 1,0%. Para nuestros principales socios comerciales, se estima un crecimiento medio ponderado<sup>35</sup> de 2,7% en el 2022, que significa 0,2 p.p. menos que en julio y para el 2023 una moderación hasta 1,5%.
- b. Un aumento anual de 57,2% en los precios de los combustibles en el 2022<sup>36</sup>, inferior al ajuste estimado en julio pasado (59,6%), aunque para el próximo año la caída prevista sería menor (15,7%).
- c. La evolución de los precios de nuestras importaciones y exportaciones llevaría a un mayor deterioro en los términos de intercambio en el 2022 con respecto a lo estimado en julio (7,1% contra 5,6%), explicado principalmente por el incremento en el precio de las materias primas importadas. Para el 2023, se proyecta una variación de 1,1% para los términos de intercambio (0,6% previsto en julio).
- d. La inflación de los principales socios comerciales<sup>37</sup> sería de 6,7% en el 2022 (5,9% previsto en julio) y 4,0% en el 2023.
- e. Las tasas de interés internacionales se mantendrían en niveles superiores a los previstos en julio pasado. Por ejemplo, la tasa SOFR se estima en 4,6% y 4,2% en el 2022 y 2023.

*Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo para el periodo 2022-2023  
En porcentajes*

	IPM octubre 2022			IPM julio 2022	
	2021 <i>est</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>
Crecimiento Estados Unidos	5,7	1,6	1,0	2,3	1,0
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	2,7	1,5	2,9	1,8
Inflación socios comerciales, promedio	3,7	6,7	4,0	5,9	3,1
Precio del petróleo (USD)	76,4	120,1	101,3	121,9	101,2
Variación %	56,6	57,2	-15,7	59,6	-17,0
Términos de intercambio, variación %	-6,5	-7,1	1,1	-	0,6
SOFR 6 meses (a diciembre) <sup>1</sup>	0,0	4,6	4,2	3,2	2,5

<sup>1</sup> SOFR (Secured Overnight Financing Rate) es una tasa a un día plazo ("overnight") que mide el costo del dinero en dólares estadounidenses y es calculada con base en las operaciones de crédito garantizadas. Las proyecciones corresponden a la expectativa promedio de la SOFR para un plazo de 6 meses.

Proy: proyectado; est: estimado.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial", julio y octubre 2022, del Fondo Monetario Internacional.

#### Proyecciones para la economía nacional

Para el bienio 2022 y 2023 se proyecta un crecimiento de 4,3% y 2,7%, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado. Esta revisión ubica en ambos años el nivel de la producción por encima de lo estimado en julio.

La revisión al alza para el 2022 se explica por un mayor crecimiento de la demanda externa de bienes manufacturados por las empresas amparadas al régimen especial de comercio y de servicios relacionados con el ingreso de turistas, así como de servicios empresariales y de informática, que producen para el mercado externo. En este mismo año la demanda interna crecería similar a lo previsto en el IPM de julio; toda vez que el mayor crecimiento previsto para el consumo privado sería compensado por una acumulación de inventarios<sup>38</sup> menor a lo contemplado en julio.

Por su parte, la revisión a la baja en la tasa de crecimiento del 2023 con respecto a lo incluido en IPM de julio se explica por la demanda interna, en particular del consumo privado, la inversión y las importaciones, principalmente de servicios.

Cabe señalar que aun cuando la tasa de variación en el 2023 es menor a lo previsto en julio pasado, el flujo de bienes y servicios es mayor en esta revisión, lo que implica mayores ingresos y actividad con respecto al informe previo.

Las proyecciones contemplan un aumento del ingreso nacional disponible bruto de 1,2% y 3,0% en el 2022 y 2023 en ese orden, asociado a la evolución del PIB y de los términos de intercambio.

Para el 2022 se estima un deterioro en los términos de intercambio (7,1%) que se manifestaría tanto en los bienes como los servicios. Dicho deterioro se explica principalmente por el incremento previsto en el precio de los combustibles (55,3%) y otras materias primas (entre ellas, hierro, acero, aluminio, papel, sustancias químicas, maíz, trigo). Se espera que esta situación se revierta en el 2023 (reducción de 14,6% en el precio de los combustibles), para una ganancia de 1,1% en los términos de intercambio.

En el bienio 2022-2023 aumentarían los flujos de ahorro externo respecto al 2021, tanto hacia el sector público como el privado. Estos influjos serían más que suficientes para financiar el déficit de cuenta corriente y propiciaría una acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo cercano al 13,0% del PIB a finales del 2023.

En la cuenta financiera se estima para el 2022 y 2023 un ingreso promedio neto de recursos cercano a 6,1% del PIB, superior al resultado del 2021 (2,9% del PIB). Este financiamiento estaría dirigido en su mayoría al sector público, con un promedio para los dos años de pronóstico de 3,6% del PIB y, en menor medida, al sector privado, con un promedio en el bienio de 2,5% del PIB.

El mayor acceso a recursos externos en el 2022 por parte del sector público se explica, principalmente, por los desembolsos al Gobierno General por alrededor de *USD 1.752,7 millones*<sup>40</sup>, así como por el mayor financiamiento externo neto esperado de los bancos públicos por *USD 520,5 millones*<sup>41</sup>. Adicionalmente, en este año el Banco Central recibió el desembolso de crédito de apoyo a la balanza de pagos del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un monto de *USD 1.100 millones*. Estos flujos serían parcialmente compensados por la amortización de deuda pública externa por parte del sector público no financiero (*USD 337,2 millones*).

Para el 2023 se tienen programado desembolsos al Gobierno General por *USD 4.806,0 millones*, dentro de los cuales destacan los créditos de apoyo presupuestario por *USD 2.699,5 millones* y la colocación de títulos valores en el exterior (*USD 1.500 millones*)<sup>42</sup>. En contraste, tanto el Gobierno General como los bancos públicos tienen previsto la cancelación de títulos de deuda pública externa por *USD 1.000 millones* y *USD 500 millones*, respectivamente.

En el sector privado destacaría la inversión directa, principalmente de empresas de dispositivos médicos y de alta tecnología. Se espera que en el bienio los flujos de inversión directa alcancen una participación media con respecto al PIB cercana al 4,9%, inferior a la registrada en el 2021 (5,5%), pero superior a la observada en el quinquenio que concluyó en el 2019 (4,7% del PIB).

---

<sup>40</sup> Dentro de los cuales destacan los créditos de apoyo presupuestario por *USD 1.466,2 millones* y los préstamos vinculados a proyectos por *USD 286,4 millones*.

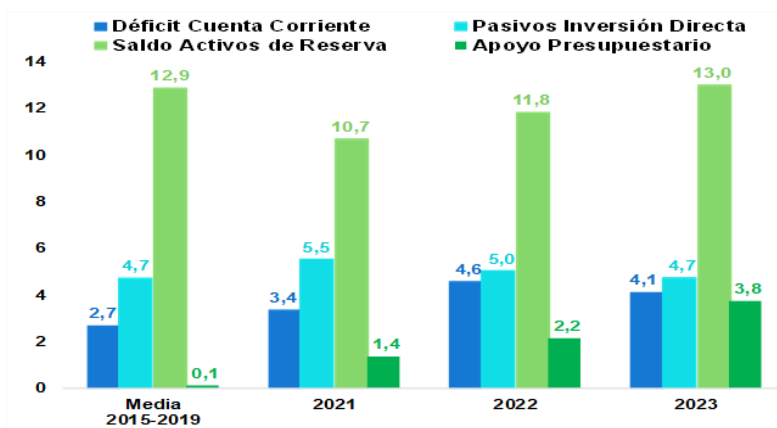
<sup>41</sup> El mayor financiamiento de los bancos públicos se daría por un incremento de pasivos externos de *USD 407,4 millones* y una caída de activos externos de *USD 113,1 millones*.

<sup>42</sup> El supuesto de la colocación de títulos valores en el exterior y el desembolso de otros créditos externos previsto en este ejercicio está condicionado a su aprobación por parte de la Asamblea Legislativa (proyecto de Ley de autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional y contratar líneas de crédito, expediente 23.036).

Estos recursos permitirían financiar la brecha negativa de la cuenta corriente y propiciarían una acumulación de activos de reserva de USD 1.142,0 millones en el 2022 y USD 1.311,0 millones en el 2023, con lo cual se alcanzarían niveles con respecto al PIB equivalentes a 11,8% y 13,0% respectivamente, lo que implica una recuperación luego del uso transitorio de reservas que hizo el Banco Central en el 2021 ante el atraso en las aprobaciones de los créditos externos de apoyo presupuestario y por la atención de la mayor demanda divisas originada en el choque negativo de los términos de intercambio y la intensificación del proceso de adquisición de activos en moneda extranjera por parte de los fondos de pensiones.

### Componentes seleccionados de la balanza de pagos<sup>1</sup>

Porcentaje del PIB



<sup>1</sup> Cifras preliminares para el 2021 y proyecciones para el 2022 y 2023. Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las finanzas públicas presentarían resultados positivos tanto en el 2022 como en el 2023, con lo que se mantiene el comportamiento observado desde finales del año pasado. Ello permitiría una reducción en la deuda como porcentaje del PIB y menores necesidades de financiamiento.

En el 2022 y 2023 se alcanzaría un superávit primario equivalente a 1,3% y 1,5% del PIB, respectivamente, en tanto que el déficit financiero alcanzaría 3,4% y 3,6% del PIB en el orden indicado.

Los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 8,3% en el bienio, congruente con el dinamismo de la actividad económica y la entrada en vigor de algunos ingresos tributarios remanentes de la Ley de Fortalecimiento de la Finanzas Públicas (Ley 9635), lo cual se traduciría en una carga tributaria promedio 13,7% del PIB.

Por su parte, la relación gasto total a PIB tendería a la baja, al pasar de 19,0% en el 2022 a 18,89% en el 2023. Este resultado parte de una estricta aplicación de la regla fiscal al gasto total (gasto corriente más gasto de capital), dado que la relación deuda a PIB aún supera el 60%. Por su parte, el pago de intereses se mantendrá al alza (alrededor de 5,1% del PIB).

El requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central se reducirá y se estima en 8,7% del PIB al término del 2022 y 9,7% en el 2023. En dicho financiamiento mantendría una alta participación el ahorro local I, pero en menor porcentaje a la de años anteriores cuando rondaba cerca del 11,0% del PIB; especialmente, en el 2023 se esperaba que se ubique en 2,9% del PIB.

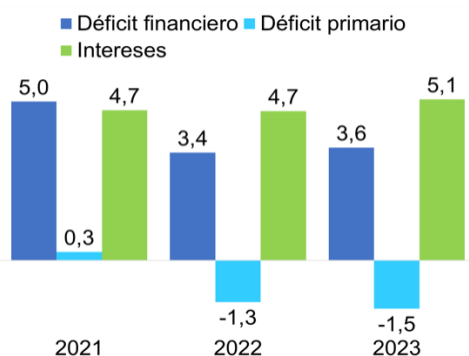
Lo anterior debido a la implementación de una estrategia de endeudamiento que incorporó mayor acceso al mercado externo con créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales, recursos provenientes del Acuerdo con el FMI y la emisión de títulos en el mercado internacional. Específicamente, se supone la colocación de títulos valores de deuda externa por hasta USD 6.000 millones, con emisiones anuales máximas de USD 1.500 millones entre el 2023 y el 2026. Esta dinámica lleva a que las proyecciones de deuda, como porcentaje del PIB, muestren una trayectoria descendente hasta alcanzar alrededor del 60 de la producción en el 2027.

El resto del sector público no financiero continuará con resultados superavitarios en torno a 0,6% del PIB por año, ligeramente inferior a lo observado previo a la pandemia. El proceso de recuperación de las finanzas de la mayoría de las entidades públicas se mantiene, pero ha sido más pausado de lo previsto, especialmente en la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y en la Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope). Para el Banco Central se estima un déficit financiero de 01% del PIB en el 2022 y 0,2% en el 2023.

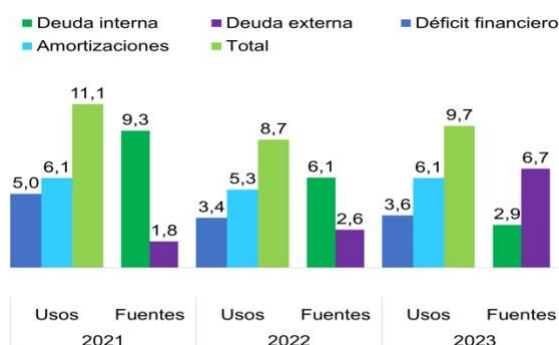
### Proyecciones para el Gobierno Central

Porcentaje del PIB

A. Resultado financiero, primario e intereses



B. Fuentes y usos de financiamiento



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

La inflación, subyacente y general, se ubicaría en valores superiores al rango de tolerancia alrededor de la meta ( $3\% \pm 1$  p.p.) en lo que resta del 2022 y en el 2023, y retornaría a dicho rango a finales del 2024. El balance de riesgos de estas proyecciones se inclina al alza.

En el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende los ocho trimestres que van desde el cuarto trimestre del 2022 hasta el tercero del 2024, la trayectoria de la inflación subyacente y general es ligeramente mayor a la estimada en el Informe de Política Monetaria de julio del 2022, con un balance de riesgos que se



mantiene sesgado al alza<sup>43</sup>. Estas proyecciones incorporan la respuesta de política monetaria del Banco Central con el objetivo de lograr que, en el mediano plazo, la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR (3 % ± 1 p.p.).

La inflación actual tiene un alto componente importado (inflación por costos) que ha incidido en la evolución de las expectativas inflacionarias. Por tanto, el comportamiento de esta variable, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, conduciría a que la inflación subyacente<sup>44</sup> se ubique en promedio en torno a 5,7% en el 2022, 5,6 % en el 2023 y 4,0 % en el 2024. Estas tasas se incrementan en alrededor de 0,2 p.p. con respecto a las proyecciones del informe de julio pasado. Se proyecta que la brecha de producto, otro determinante macroeconómico de la inflación continuaría en valor negativo, por lo que mitigaría la aceleración en la inflación.

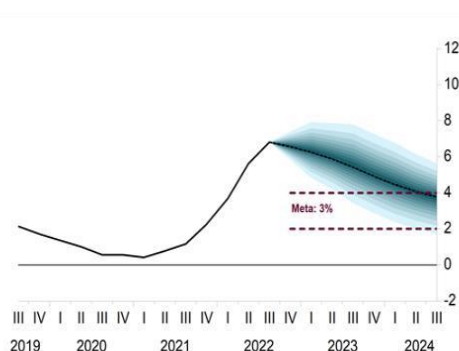
El pronóstico es que la inflación general se ubicará en promedio alrededor de 8,5% en el 2022 y 6,0 % en el 2023, tasas muy cercanas a las proyectadas en julio pasado. Para el 2024 la inflación se estima que podría ubicarse en torno a 3,7 % en promedio.

Se espera que los efectos de choques externos previamente comentados tiendan a diluirse en el 2023 y que tanto la inflación general como la subyacente retornen a valores coherentes con la meta a mediados del 2024.

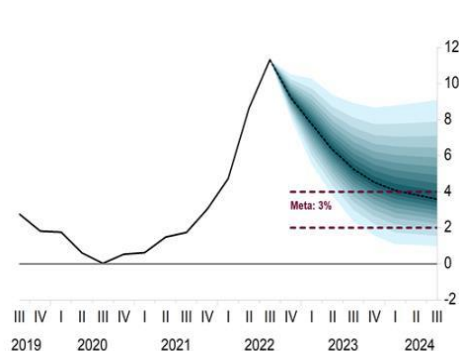
### Proyección de inflación

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

A. Inflación subyacente



B. Inflación general



<sup>1</sup> Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y de la inflación general medida por el Índice de Precios al Consumidor a lo largo del horizonte de proyección. Se trata de proyecciones condicionales; es decir, toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria que pudieran presentarse a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor del valor central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras acumula un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crecimiento del crédito al sector privado desaceleraría en lo que resta del 2022 y en el 2023.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, del sector externo y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crezca en torno a 4,5% en el 2022 y 3,9% en el 2023. Estos crecimientos del ahorro consideran los supuestos de ingreso de los créditos de apoyo presupuestario para el Gobierno y la colocación de títulos de deuda soberana en los mercados internacionales previstos en este ejercicio.

Congruente con los supuestos de crecimiento de la actividad económica para el 2022 y el 2023 y sobre la disponibilidad de fondos prestables por parte de los intermediarios financieros, se estima que la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado se ubicaría en 5,0% en el 2022 y 3,4% en el 2023 (4,1% y 4,0%, en el informe de julio, en ese mismo orden). El aumento del crédito sería impulsado por las colocaciones en moneda nacional toda vez que se supone que continúa la desdolarización relativa observada en los últimos años en el crédito total.

El Cuadro presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

*Cuadro . Principales variables macroeconómicas*

	IPM octubre 2021			IPM julio 2022	
	2021 est	2022 proy	2023 proy	2022 proy	2023 proy
PIB crecimiento real	7,8	4,3	2,7	3,4	3,2
Cuenta corriente, Balanza de Pagos (% del PIB)	-3,4	-4,6	-4,1	-4,8	-4,4
Saldo activos de reserva (% del PIB)	10,7	11,8	13,0	11,9	11,6
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero <sup>1</sup>	-5,0	-3,4	-3,6	-4,3	-3,5
Resultado primario <sup>1</sup>	-0,3	1,3	1,5	0,7	1,2
Variación interanual del IPC <sup>2</sup>	3,3	9,3	4,5	9,9	4,9
Agregados monetarios y crédito (variación %) <sup>3</sup>					
Liquidez total (M3)	6,3	6,8	5,7	6,8	6,1
Riqueza financiera total	5,3	4,5	3,9	2,8	2,1
Crédito al sector privado	2,2	5,0	3,4	4,1	4,0
Moneda nacional	4,8	8,0	5,3	6,6	6,5
Moneda extranjera	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0

<sup>1</sup>Para el periodo 2022-2023 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda. <sup>2</sup>Para el 2022-2023 corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año. <sup>3</sup>La valoración de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

#### Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2022-2023 incorpora la mejor información disponible a octubre del 2022. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgos asociados con la evolución del contexto externo y local que alterarían el escenario macroeconómico propuesto en este ejercicio.

A corto y mediano plazo, los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas. A ello se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión y de que se generen conflictos sociales.

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha continuado en escalada. En las últimas semanas ha habido eventos que complican la posibilidad de un acuerdo entre las partes, entre ellos el sabotaje de los gasoductos *Nord Stream 1* y *2*, y la incorporación a Rusia de algunos territorios ucranianos, luego del referéndum efectuado en dichos territorios que favoreció la anexión. Particularmente, el primero de estos hechos generó acusaciones entre algunos países acerca de la autoría del sabotaje, lo que agrava la situación política.

Aunado a lo anterior, la crisis energética que enfrenta Europa como consecuencia de las sanciones impuestas a las exportaciones de gas y petróleo de Rusia, que llevó a dicho continente a importar gas de otros países (en especial de Estados Unidos) a un precio superior al que pagaban previamente, ha restringido la capacidad de gasto para atender demandas diferentes a las de energía, tanto a los ciudadanos como a las empresas.

Debido a lo anterior, el riesgo de que la economía europea entre en recesión, y eso se transmita al resto del mundo, es ahora mayor que lo que se consignó en el IPM de julio pasado. Además, en vista de que los ciudadanos de algunos países han empezado a manifestarse en contra de las medidas tomadas por sus autoridades, existe el riesgo de que aumenten los conflictos sociales en esa zona y con ello el surgimiento de episodios de inestabilidad política que ya empieza a manifestarse en algunos países<sup>45</sup>.

Por otra parte, la reciente decisión de la OPEP+ de reducir la oferta diaria de petróleo en 2 millones de barriles diarios añade presión inflacionaria en momentos en que la inflación internacional está en niveles elevados. A ello se une el posible impacto de la decisión de Estados Unidos y la Unión Europea de ponerle un tope al precio del petróleo ruso, lo cual podría limitar todavía más la oferta de crudo en caso de que Rusia decida no venderle a los países que impongan dicho límite. El efecto que tengan estas medidas sobre la inflación dependerá de la evolución de la producción mundial, pues la desaceleración y eventual recesión global limitaría el movimiento alcista del precio del petróleo ante la disminución de la oferta.

En síntesis, las condiciones externas presentan riesgos de una persistencia de la inflación que se extienda por más tiempo de lo previsto inicialmente y de que la economía internacional entre en recesión. Además, la posibilidad de que aumenten los conflictos sociales acrecienta el clima de incertidumbre.

En el contexto anterior, el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales podría ser inferior a lo estimado, y ello es de esperar que se manifieste en una demanda externa inferior a la prevista que, de no ser compensada por la demanda interna, llevaría a un crecimiento económico local por debajo del proyectado. Una demanda agregada menor ampliaría la brecha negativa del producto y ubicaría la inflación por debajo de la senda pronosticada. Sin embargo, ese efecto podría ser compensado al

---

<sup>45</sup> Tal es el caso del Reino Unido, con la reciente salida de la señora Mary Elizabeth Truss como Primera Ministra tan solo 50 días después de haber asumido ese cargo, luego de la renuncia de su predecesor (Boris Johnson).

menos en parte, en caso de que los precios de las materias primas, en especial el petróleo, sean superiores a los previstos en este ejercicio debido a la restricción de la oferta.

Por otra parte, hay riesgos asociados a las acciones de política monetaria de los principales bancos centrales. En este sentido, tasas de política monetaria en niveles mayores a los contemplados en el escenario base, deteriorarían las condiciones financieras mundiales y elevarían el costo del endeudamiento externo. Esta situación añadiría presión a la baja sobre la actividad económica local e incentivaría la salida de capitales y, con ello, podría presionar al alza el tipo de cambio y la inflación local.

A mediano y largo plazo también surgen riesgos asociados al calentamiento global, dado que, ante la crisis energética en Europa, ha habido un retroceso en las acciones orientadas al combate del cambio climático, pues algunos de esos países han empezado a usar nuevamente el carbón para cubrir parte de sus necesidades energéticas. A lo anterior se añade el daño ambiental originado por el sabotaje a los gasoductos *Nord Stream 1 y 2* antes comentados, debido a las emisiones de gran cantidad de metano que sin duda afectará a la biodiversidad marina. De mantenerse o agravarse esa situación, podría acelerarse el deterioro ambiental del planeta, con el consiguiente impacto negativo en la economía mundial.

Entre los principales riesgos internos de este ejercicio destacan un deterioro más acentuado de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

Aunque en setiembre y octubre los resultados de la encuesta de expectativas inflacionarias evidenciaron una desaceleración con respecto a los meses previos (a 12 meses), es prematuro afirmar que las expectativas ya están en el sendero de convergencia hacia la meta de inflación.

En caso de que las expectativas retomen una trayectoria creciente, se requeriría una política monetaria más restrictiva para evitar que, una vez superado el choque de la inflación importada, las presiones inflacionarias se manifiesten en efectos de segunda ronda que hagan persistir la inflación.

A su vez, la transmisión de esos aumentos en la TPM sobre el resto de las tasas del sistema financiero podría llevar a un crecimiento de la producción local inferior al proyectado, que ampliaría la brecha negativa del producto y, eventualmente, haría que la inflación se ubique por debajo del valor central proyectado.

También es posible que el mercado cambiario enfrente presiones en caso de que la demanda de divisas, por ejemplo, para pagar la factura petrolera y atender los requerimientos de las operadoras de pensiones sea superior a lo estimado, aunque en parte ese efecto podría atenuarse si las mayores tasas de interés internas incentivan el ingreso de capital externo que busca un mejor rendimiento financiero (descontando el riesgo país).

La tensión en el mercado cambiario también se puede originar en la menor disponibilidad de créditos externos multilaterales de apoyo presupuestario en relación con lo programado en el horizonte de estas proyecciones macroeconómicas. De ocurrir cualquiera de estas situaciones, las expectativas inflacionarias podrían aumentar y de

esa forma arraigar en el sistema de precios costarricense, niveles altos de inflación por un período indeterminado.

Otro riesgo es el relacionado con choques climáticos. Condiciones climáticas adversas afectarían negativamente el crecimiento económico e incrementaría la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola.

El cambio climático acentúa este tipo de riesgos. Sobre este particular, las fuertes lluvias que se han presentado en los dos últimos meses han tenido el efecto de deteriorar el capital fijo de la economía, especialmente por su efecto en la red vial.

En lo que respecta a la pandemia del COVID-19, el riesgo es ahora menor, pero siempre es posible que haya rebrotes o nuevas variantes del virus que resten impulso al ritmo de recuperación económica, situación que podría generar presiones a la baja en la inflación.

#### . Acciones futuras de política monetaria y cambiaria

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como condición necesaria, para la estabilidad macroeconómica. Por ello mantiene la meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%.

El BCCR continuará con los ajustes graduales en la TPM, observada desde diciembre del 2021, hasta alcanzar una postura de política monetaria que induzca a una reducción de la inflación. Con ello busca que la inflación retorne a valores coherentes con la meta en el mediano plazo. Lo anterior basado en un análisis prospectivo de los determinantes de la inflación (entre ellos la brecha del producto, las expectativas de inflación y posibles efectos inflacionarios de segunda ronda).

También con este fin, gestionará la liquidez del sistema financiero con el fin de reducir los excesos monetarios para evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

Adicionalmente, continuará con la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de las políticas monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas, lo que facilita la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario de mediano plazo definido por el BCCR.

En materia de política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.