

Comentario sobre la economía nacional
N° 08 - 2017
08 de setiembre de 2017

El Banco Central de Costa Rica mantiene la Tasa de política monetaria en 4,5% anual

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 7 de la sesión 5786-2017 del 23 de agosto de 2017, al amparo de lo dispuesto en su Ley Orgánica y con base en el seguimiento mensual de la coyuntura económica, mantuvo la Tasa de política monetaria (TPM) en 4,5% anual.

A pesar de algunas tensiones diplomáticas en el entorno mundial, los mercados internacionales no denotan presiones que se manifiesten sobre la inflación local. El crecimiento económico y el empleo de los principales socios comerciales del país mejoran, sin generar excesos de demanda que pongan en riesgo sus metas de inflación. En particular, para Estados Unidos los analistas económicos dudan sobre un nuevo incremento en las tasas de interés antes de que finalice el año. No obstante, existe la posibilidad de que la Reserva Federal inicie pronto la venta de activos financieros (“reducción del balance”). Por su parte, aun cuando los mercados financieros y de materias primas mostraron en semanas recientes mayor variabilidad, en respuesta a conflictos geopolíticos, ésta ha sido relativamente moderada.

De la coyuntura local, los indicadores señalan estabilidad macroeconómica, caracterizada por una inflación baja, ausencia de presiones futuras de inflación por la vía monetaria y un crecimiento económico que tiende a acelerarse, acompañado de mejores condiciones en el mercado laboral. No obstante, el deterioro fiscal introduce riesgos para esa estabilidad macroeconómica. En particular, los datos disponibles al 23 de agosto último indicaron lo siguiente:

1. La inflación, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, fue 0,9% el pasado mes de agosto¹ y el Banco Central mantiene su previsión de que en los próximos meses podría retornar al rango meta definido en el Programa Macroeconómico 2017-2018.

En apoyo a ello, debe indicarse que el promedio de los indicadores de inflación subyacente registró una tasa interanual de 1,6% a agosto, denotando la ausencia de fuerzas inflacionarias por la vía monetaria.

Además, las expectativas de inflación a 12 meses registraron una media de 3,4% en agosto, resultado que no solo amplió el período en que se han mantenido dentro del rango meta (29 meses consecutivos), sino también es el valor más bajo desde que el Banco Central estableció su meta en 3% (± 1 p.p.). Las expectativas de inflación son indicadores importantes para el control de la política monetaria, en el tanto, influyen directamente en la capacidad del Banco Central de procurar y mantener la estabilidad macroeconómica².

¹ Cabe indicar que, en ocasión de la sesión 5786-2017, los miembros de la Junta Directiva conocieron los resultados de la inflación a julio (1,2% general y 1,6% subyacente). Luego de 5 meses de comportamiento creciente, la menor variación interanual del IPC en julio reflejó un efecto base: mientras en julio de 2016 la tasa mensual fue 0,9%, un año después fue 0,3%.

² Las expectativas están presentes en las acciones diarias de los agentes económicos. La negociación de cada contrato lleva implícita una expectativa sobre el desempeño de indicadores relevantes para la toma de decisiones, entre otros, como la inflación, el crecimiento económico, las tasas de interés y el tipo de cambio.

2. La actividad económica se acelera y los indicadores de empleo mejoran.

La producción, medida con la tendencia ciclo del Índice mensual de actividad económica, creció a una tasa interanual de 4,2% en junio último³. Ese valor superó el registrado un año atrás (3,4%) y mantuvo el impulso observado desde abril pasado, alcanzando 4,1% el crecimiento medio del primer semestre. Esa tasa, que en buena medida está determinada por el mayor dinamismo de las actividades de servicios, también superó el crecimiento de los principales socios comerciales.

La tasa de desempleo al segundo trimestre del año alcanzó 8,5%, lo que denota una mejora de 0,9 p.p. respecto a la tasa observada un año antes. En esa línea, la tasa de ocupación fue 54,3% (51,8% un año atrás), concentrando el mayor nivel de contratación las actividades de servicios, comercio, manufactura y agropecuaria.

3. Las estimaciones de la balanza de pagos al primer semestre del año sugieren dos mensajes:

- El déficit en cuenta corriente, que evoluciona de manera consecutiva con el crecimiento del producto y los términos de intercambio, entre otros determinantes, pudo ser atendido con recursos externos de mediano y largo plazo, particularmente, provenientes de la inversión extranjera directa.
- El deterioro en la cuenta financiera respondió a flujos asociados, en buena medida, a la dolarización del ahorro financiero local y a la colonización de créditos del sector privado. Ello incrementó la demanda por divisas y requirió mayor intervención del Banco Central con el fin de acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio no consecuentes con los que indican las variables macroeconómicas determinantes de este macroprecio.

Al término del semestre, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central disminuyó en una cuantía similar al aumento que registraron las RIN de la banca comercial, por lo que a nivel del sistema bancario nacional el saldo de RIN se ha mantenido relativamente estable⁴.

4. Las medidas adoptadas por el Banco Central en lo que transcurre de 2017 buscaron, por un lado, mantener la inflación bajo control⁵ y por otro, reducir vulnerabilidades en el sistema financiero. Particularmente, las medidas del primer grupo pretendieron:

- Restituir el premio por ahorrar en colones y así procurar revertir la dolarización del ahorro financiero.
- Mejorar el mecanismo de transmisión de los ajustes de la TPM al resto de tasas de interés del sistema financiero.
- Contener las expectativas de variación cambiaria.

³ Excluidos regímenes especiales (zona franca y perfeccionamiento activo) la tasa interanual fue 3,8% (2,2% un año atrás).

⁴ Al 22 de agosto, el saldo de RIN del Banco Central ascendió a EUA\$6.856,1 millones (11,9% del PIB) y el del Sistema Bancario Nacional a EUA\$7.516,2 millones (EUA\$7.498,6 millones en diciembre 2016).

⁵ De estas acciones destacan:

- i) Cinco incrementos en la TPM, que iniciaron el 6 de abril y acumulan a la fecha 275 p.b.
- ii) Habilitación de la captación de depósitos electrónicos a plazo en colones para agentes no sujetos a reserva de liquidez.
- iii) Un corredor asimétrico para las operaciones del Banco Central en el Mercado Integrado de Liquidez.
- iv) Continuar con la intervención en el mercado cambiario para gestionar las divisas del Sector Público no Bancario y con fines de estabilización. Bajo esta última modalidad introdujo, a partir del 25 de mayo, la intervención entre días con el propósito de contrarrestar movimientos en el tipo de cambio no consecuentes con el comportamiento de las variables macroeconómicas que lo determinan.

Las medidas de política monetaria actúan con rezago, una evaluación parcial de los resultados indica que la transmisión de los movimientos en la TPM está en proceso, el premio por ahorrar en colones ha mejorado y se han contenido las fuerzas que exacerbaban las expectativas de variación cambiaria en el segundo trimestre del año. Estos efectos moderaron la dolarización del ahorro financiero y la colonización del crédito al sector privado.

Así, los indicadores cambiarios y monetarios durante el bimestre julio-agosto presentaron las siguientes características:

- El resultado neto de las operaciones del sector privado en el mercado cambiario volvió a ser positivo, en buena medida, asociado a una reducción en la cantidad demandada de divisas.

La evolución del tipo de cambio fue consecuente con ese incremento en la disponibilidad de divisas que, a su vez, permitió al Banco Central restituir parte de los recursos provistos al Sector Público no Bancario en meses anteriores.

- El ahorro financiero y el crédito al sector privado crecen entre 9% y 10%, tasas que son coherentes con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el proceso gradual de profundización financiera⁶.

Según moneda, en el ahorro financiero se contuvo la preferencia por instrumentos en dólares; no obstante, el Banco Central pretende revertir esa preferencia, por lo que, en caso de requerirse adoptará medidas adicionales. Por su parte, continúa la colonización del crédito al sector privado, aunque a menor ritmo que en meses previos, lo cual queda de manifiesto en una tasa de variación interanual del crédito en moneda nacional de 15% y de 1,6% en moneda extranjera.

- Dada la menor demanda de crédito en dólares, la banca ha sido pagadora neta de pasivos con el exterior.

5. Finalmente, continúa el riesgo que introduce el desequilibrio fiscal a la estabilidad macroeconómica. Los resultados a julio señalan un déficit acumulado del Gobierno Central de 2,9% (2,6% un año atrás), lo cual provoca que la razón de su deuda a PIB mantenga la trayectoria creciente y no sostenible, que compromete la estabilidad macroeconómica del país.

Lo anterior demanda un pronto acuerdo entre los distintos actores de la sociedad costarricense, para adoptar medidas tendientes a establecer prioridades para la expansión del gasto público y aumentar la recaudación tributaria, con el propósito de generar el superávit primario necesario para revertir la tendencia creciente de la razón de deuda pública a PIB. Prorrogar estas acciones eleva de manera progresiva el tamaño del ajuste requerido, con un costo creciente para la sociedad costarricense.

⁶ La profundización financiera consiste en el uso creciente de instrumentos financieros para el intercambio de bienes y servicios; lo cual es posible por la capacidad de los intermediarios financieros de transformar plazos, monedas e incluso distancias; además reduce los riesgos y costos de transacción. Por ejemplo, este indicador generalmente se aproxima con la relación del saldo de crédito y el nivel del PIB.