

## Comentario sobre la economía nacional N.º 1-2023

31 de enero del 2023

Nota: este Comentario corresponde al comunicado de prensa titulado *Banco Central mantiene en 2,7% la proyección de crecimiento del PIB para el 2023 y para el 2024 lo estima en 3,5%*, publicado el 31 de enero del 2023.

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) proyecta que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del país para el año 2023 será de 2,7%, misma cifra que había previsto en octubre anterior, en tanto que para el 2024 estima un crecimiento de 3,5%. Ambas estimaciones fueron anunciadas por las autoridades del Banco en la presentación del Informe de Política Monetaria (IPM), este martes 31 de enero.

El BCCR señala, en dicho informe, que la inflación mundial ha empezado a ceder en meses recientes debido a la conjunción de varios factores, entre ellos: a) la recuperación de la oferta, luego de la pandemia del COVID-19, y con ello la restauración de las cadenas globales de suministro; b) los efectos sobre la demanda agregada de la política monetaria restrictiva aplicada en muchas economías; c) la reducción de los estímulos fiscales y d) la moderación en los precios de las materias primas.

Sin embargo, la inflación aún se encuentra por encima de su nivel previo a la pandemia y del objetivo de los bancos centrales. Debido a ello, los responsables del control de la inflación, en su mayoría han continuado con incrementos en sus tasas de interés de referencia, aunque en algunos casos a un menor ritmo o bien han pausado el ajuste.

El aumento en las tasas de interés, la incertidumbre y el deterioro en la confianza de los agentes económicos, junto con el impacto de las restricciones impuestas a Rusia por algunos países occidentales en el marco del conflicto bélico entre esa nación y Ucrania, llevaron a una desaceleración de la economía mundial en el 2022.

En forma coherente con el comportamiento de la economía global, en Costa Rica la inflación tendió a desacelerarse en el tercer cuatrimestre del 2022, en buena medida debido a las menores presiones derivadas de choques externos, en especial, la baja en el precio de las materias primas. Adicionalmente, hubo factores internos que reforzaron dicho comportamiento, entre estos el endurecimiento de la política monetaria. Pese a ello, la inflación todavía supera la meta establecida por el Banco Central.

En ese entorno inflacionario y de desaceleración de la economía global, la actividad económica local mostró menos dinamismo en el último trimestre del 2022, tal como se previó en el IPM de octubre pasado. En el 2022 el PIB creció 4,3% en volumen, tasa que, aunque es inferior a la del 2021 (7,8%), supera a la variación media del periodo 2010-2019 (3,6%). Además, como es conocido, el elevado crecimiento en el 2021 estuvo influido por un efecto base, dada la contracción económica en el 2020 como consecuencia de la pandemia.

El desempeño de la actividad económica incidió de manera positiva en la confianza de los empresarios y consumidores. Asimismo, permitió la creación de alrededor de 80.000 nuevos puestos de trabajo en el 2022, lo que se tradujo en una reducción de la tasa de desempleo, aunque esta aún supera su nivel histórico (9,9% entre el 2010 y el 2019). Otros indicadores del mercado laboral, como el subempleo y la informalidad, igualmente evidenciaron una mejora.

En el 2022 la mejora en las finanzas públicas fue evidente, explicada tanto por los esfuerzos para contener el crecimiento del gasto como por mejorar la recaudación. Esta activa política fiscal en favor de la sostenibilidad de las finanzas públicas ocurrió en un contexto de relativo alto crecimiento económico y de apreciación del colón que redujo el valor nominal de la deuda contratada en moneda extranjera.

Según cifras preliminares a diciembre, tanto el resultado primario del Gobierno Central como el financiero mejoraron en comparación con el año anterior y con lo previsto por el Ministerio de Hacienda. Consecuente con ello, la razón de deuda a producto se redujo de manera significativa, lo cual constituye un avance en el proceso hacia la sostenibilidad fiscal iniciado en el 2018.

En contraste con los resultados positivos antes comentados, en el 2022 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó en 1,5 puntos porcentuales (p.p.) del PIB con respecto al año anterior. Este comportamiento es consecuencia, en parte del deterioro en los términos de intercambio (aunque en el segundo semestre fue menor) y la desmejora en la cuenta de ingreso primario. Sin embargo, es destacable el desempeño tanto de las exportaciones, en especial las de los regímenes especiales, como de la cuenta de servicios. Los flujos de ahorro externo recibidos por el país en ese año permitieron financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciar una acumulación de activos de reserva por el equivalente a 2,6% del PIB.

Por último, en el cuarto trimestre del 2022 se aceleró la tasa de crecimiento de los agregados monetarios amplios; sin embargo, se estima que no generarán presiones inflacionarias futuras, toda vez que crecen a un menor ritmo que el implícito en el crecimiento real de la producción y la meta de inflación. Además, destacó la contención de la dolarización del ahorro financiero, lo cual responde, en parte a la restitución del premio por ahorrar en moneda nacional.

De igual modo, el crédito al sector privado se aceleró en ese trimestre, impulsado por el componente en moneda extranjera, situación que se asocia con el aumento de las tasas de interés en colones y con las menores expectativas de depreciación del colón.

### **Acciones de política del BCCR**

Al igual que otros bancos centrales, en el 2022 el BCCR continuó con los aumentos en la tasa de interés de referencia con el propósito de controlar las presiones inflacionarias. Desde el inicio del ciclo de aumentos de la Tasa de política monetaria (TPM), en diciembre del 2021, hasta enero del 2023, dicho indicador se incrementó en 825 puntos básicos (p.b.), para ubicarse en 9,0% desde octubre de 2022.

También, de acuerdo con lo observado en otros países, el ritmo de ajuste en la TPM disminuyó en el último trimestre del 2022. En dicho lapso hubo dos reuniones de política monetaria, el 26 de octubre y el 14 de diciembre; en la primera, la Junta Directiva aumentó la TPM en 50 p.b., mientras que en la segunda no hubo cambios en el valor de ese indicador. De igual modo, en la primera reunión del presente año, celebrada el pasado 25 de enero, el valor de la TPM se mantuvo. El último ajuste efectuado, si bien menor a los realizados en los meses previos, reafirmó el compromiso del BCCR con la reducción de la inflación.

Como es usual, la Junta Directiva del BCCR fundamentó estas decisiones en un análisis del entorno macroeconómico, que incluye la evolución prevista de la inflación y de sus determinantes, así como la valoración de los riesgos alrededor de esas proyecciones.

Particularmente, las resoluciones tomadas en las reuniones mencionadas se sustentaron, en buena medida, en la desaceleración de los distintos indicadores de inflación (observados y prospectivos), aunque todavía se ubicaban por encima del objetivo inflacionario, así como en la necesidad de reducir la probabilidad de efectos de segunda ronda que prolonguen el período de alta inflación una vez superado el choque externo.

Como complemento a los incrementos en la TPM, el BCCR aprobó un aumento de 3 p.p. (de 12% a 15%) en la tasa de encaje mínimo legal en colones a partir de julio pasado. La medida contrajo la liquidez de manera significativa; sin embargo, este efecto fue luego más que compensado por la expansión monetaria asociada a la compra de divisas para restituir parte de las divisas vendidas previamente al SPNB.

Esa compra se realizó en un contexto de abundancia de moneda extranjera en el mercado cambiario a lo largo del segundo semestre del 2022 (que continúa en lo que transcurre del presente año), explicada por distintos factores, entre ellos los ingresos por turismo, la instalación de empresas de inversión extranjera, la mejora relativa en los términos de intercambio en esta segunda mitad del año, la menor demanda de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros (en especial, las operadoras de fondos de pensiones) y la recuperación del premio por ahorrar en colones.

Pese a la activa participación del Banco Central en el mercado cambiario como comprador neto de divisas, la mayor disponibilidad de dólares llevó a una apreciación de la moneda nacional en el segundo semestre del 2022, condición que continúa en lo que transcurre del presente año.

### **Proyecciones y acciones futuras de política monetaria**

Los organismos financieros internacionales, aunque presentan diferencias en sus pronósticos para el crecimiento mundial en el 2023-2024, coinciden en que la actividad económica se desacelerará en el presente año, como resultado del impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania y la política monetaria contractiva para contener la elevada inflación, efectos mitigados en parte por la reciente flexibilización de las medidas sanitarias en China. Además, consideran que la inflación si bien en el 2023 presentará una trayectoria a la baja, continuará en niveles relativamente altos. Para el 2024 prevén que tanto la producción como la inflación mostrarían un mejor desempeño.

Con base en estos pronósticos del contexto internacional y la evolución supuesta para los distintos indicadores económicos internos, como ya se indicó, el Banco Central mantiene en 2,7% el crecimiento del PIB para el 2023 previsto en el IPM de octubre pasado, en tanto que para el 2024 estima un crecimiento de 3,5%.

Además, prevé que la inflación general retornaría al rango de tolerancia alrededor de la meta al final del 2023 y la subyacente lo haría en el primer semestre del 2024, antes de lo proyectado en el informe de octubre pasado (a finales del 2024 para ambos indicadores); no obstante, el balance de riesgos de las proyecciones de inflación se inclina al alza.

El déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubicaría alrededor de 3,1%, en promedio, durante el bienio 2023-2024, por debajo del 4,0% registrado en el 2022. Este resultado, favorecido por una relación de términos de intercambio relativamente estable, junto con el aumento proyectado en los flujos de ahorro externo para el 2023, permitiría la acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo en torno a 15,6% del PIB en ese año y a 13,6% en el siguiente.

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían en correspondencia con el crecimiento real de la actividad económica y con la meta de inflación. El aumento en el crédito al sector privado sería impulsado por las operaciones en moneda nacional.

Por último, según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, las finanzas públicas continuarían en la senda hacia la sostenibilidad, con resultados primarios positivos de 1,6% y 1,9% del PIB y déficit financieros de 3,5% y 3,0% del PIB en el 2023 y 2024, en el orden respectivo.

## **Riesgos para las proyecciones**

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2023-2024 incorpora la mejor información disponible a enero del 2023. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados a la evolución del contexto externo y local que, de materializarse, inclinarían hacia la baja las proyecciones de crecimiento económico y al alza las de inflación.

Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas y a un eventual rebrote del COVID-19 debido a la flexibilización por parte de China de la política cero COVID, a lo cual se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión.

En el ámbito local se identifican riesgos relacionados con una convergencia de las expectativas de inflación a la meta más lenta de lo estimado, así como variaciones abruptas en el tipo de cambio asociadas a movimientos no consecuentes con la evolución de sus fundamentales y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

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

Para tal fin y 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), realizará los ajustes necesarios en su tasa de interés de referencia, en procura de que la inflación se ubique en valores cercanos a esa meta en el horizonte de su programación macroeconómica. También con este propósito, gestionará la liquidez del sistema financiero para tratar de reducir los excesos monetarios y evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

También como lo ha tratado de hacer desde hace varios lustros, mantendrá la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de la política monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas, que facilite la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario.

Por último, mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del SPNB y para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, y continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de este mercado y contribuyan al proceso de formación de precios.