

Comentario sobre la economía nacional N.º 8 - 2023

6 de setiembre del 2023

En la sesión 6136-2023 del pasado 17 de agosto, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR) analizó la situación macroeconómica local e internacional¹.

De dicho análisis destaca que la actividad económica crece en términos interanuales al 6,4%; que el mercado laboral muestra una tendencia, gradual pero sostenida, hacia mejores indicadores; que se mantiene el superávit primario del Gobierno Central; y que la economía de manera creciente aprovecha las oportunidades de crecimiento que le ofrece el comercio internacional, lo que facilita el fortalecimiento del blindaje financiero del país.

Lo anterior ocurre en un entorno de deflación que, con la mejor información disponible a la fecha, se estima estará presente en los próximos meses.

A. Economía internacional

Los indicadores de corto plazo de actividad económica para las principales economías del mundo muestran señales mixtas: de desaceleración en China y de mayor crecimiento en algunos países de Occidente. En tanto, la inflación continúa a la baja, lo que ha llevado a algunas naciones, particularmente latinoamericanas, a aplicar reducciones en su tasa de política monetaria.

- 1. Los indicadores de corto plazo dan señales mixtas en materia de crecimiento económico.** El índice de gerentes de compra² de Estados Unidos, la zona del euro y China se deterioró, al pasar de 52,0, 48,6 y 51,9 puntos en julio pasado a 50,2, 46,7 y 51,7 en agosto, aunque en el caso de Estados Unidos y China siguen en la zona de expansión.

Otros indicadores para la economía estadounidense también son positivos. Por un lado, si bien la tasa de desempleo de agosto aumentó (de 3,5% en julio a 3,8%), este valor aún es considerado como indicador de fortaleza del mercado laboral. Por otra parte, el índice de manufactura que calcula el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, correspondiente al mes de agosto, por primera vez en un año está en territorio expansivo.

En China, por el contrario, en julio los indicadores de corto plazo de comercio exterior, producción industrial y ventas minoristas mostraron un deterioro en relación con lo esperado, lo que podría tener implicaciones negativas para sus perspectivas de crecimiento³.

Este comportamiento se asocia con una baja demanda local y externa, riesgos de deflación (en julio fue -0,3%), la persistencia de problemas en el mercado inmobiliario, el elevado endeudamiento de los gobiernos locales, el deterioro en la falta de confianza de los agentes económicos, el debilitamiento del yuan con respecto al dólar estadounidense y las políticas proteccionistas.

- 2. La inflación global continúa por encima del objetivo de los bancos centrales.**

En Estados Unidos, las tasas interanuales de inflación general y subyacente en julio pasado fueron 3,2% y 4,7%, respectivamente (3,0% y 4,8% en el mes previo); el incremento en la inflación general es el primero en 13 meses, mientras que el componente subyacente se desaceleró por cuarto mes consecutivo. En la zona del euro, la inflación general fue de 5,3% en agosto (preliminar), mientras que la subyacente se ubicó en 5,3% (en ese orden, 5,3% y 5,5% en julio).

¹ Algunos datos fueron actualizados con información disponible en fecha posterior a la discusión en Junta Directiva.

² Si el índice es mayor a 50 indica expansión y si es menor, contracción.

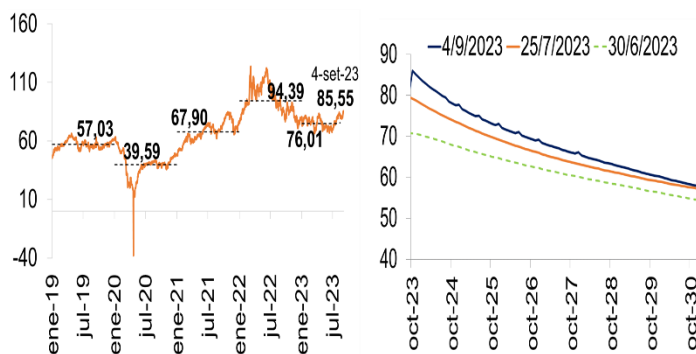
³ Las exportaciones y las importaciones cayeron 15,2% y 12,4% (ver <https://tradingeconomics.com/china/exports> y <https://tradingeconomics.com/china/imports>), más de lo previsto por el mercado; en tanto que la producción industrial y las ventas minoristas crecieron 3,7% y 2,5%, tasas inferiores a las esperadas. Estas tasas de variación están expresadas en términos interanuales.

En ambos casos (EUA y zona del euro) pese a que la inflación muestra, en términos generales, un comportamiento a la baja, aún supera la meta de 2% establecida por la autoridad monetaria.

En América Latina, la inflación interanual también continuó a la baja, pero aún lejos del objetivo de sus bancos centrales. Destacan los resultados de Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay, cuyo indicador en julio se ubicó en 6,5%, 11,8%, 4,8%, 5,9% y 4,8% en ese orden (7,6%, 12,1%, 5,1%, 6,5% y 6,0%, respectivamente, en junio)⁴.

En cuanto a los precios de las materias primas, el barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI), en promedio se cotizó en USD 81,4 en agosto, lo que llevó a un incremento mensual de 7,6%; un comportamiento similar se observó en los precios a plazo, aunque con movimientos más lentos y que corrigen a la baja en el mediano plazo (Gráfico 1).

Gráfico 1. Precio de contado y futuros del petróleo WTI¹
USD por barril



¹La serie del 25 de julio del 2023 corresponde a la fecha en que se realizaron las proyecciones para el IPM de julio del 2023.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

Estos incrementos ocurren luego de los recortes de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)⁵ y el aumento en la demanda mundial. Para el mediano plazo el mercado supone menores precios, cuya evolución entre otros

está influida por la incertidumbre sobre la desaceleración de la economía mundial y por el proceso de restitución de inventarios en Estados Unidos, cuya reserva a la fecha está en niveles mínimos.

3. La política monetaria sigue restrictiva.

Las economías avanzadas realizaron incrementos adicionales en las tasas de interés de referencia y no descartan nuevas alzas.

El Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos (Reserva Federal) en su reunión de julio aumentó la tasa de referencia en 25 puntos base (p.b.), para ubicarla entre 5,25% y 5,50%; también indicó que los precios continúan altos y que estará atenta a los riesgos que desvíen la inflación de su trayectoria⁶.

El Banco Central Europeo (BCE) también elevó en 25 p.b. su tasa de referencia, para ubicarla en 4,25%. La inflación en la zona del euro va a la baja, pero prevén que este proceso será más lento y dependiente del efecto de eventos como la salida de Rusia del acuerdo sobre exportaciones de cereales en el Mar Negro, que podría generar nuevas presiones alcistas.

El ajuste del Banco de Inglaterra fue igualmente al alza en 25 p.b. y su tasa se ubicó en 5,25%; a diferencia de la Reserva Federal y del BCE, dio pocas señales sobre la dirección de su política monetaria.

El 15 de agosto el Banco Popular de China bajó una de sus principales tasas de interés (la segunda reducción que aplica desde junio), con el fin de mantener amplia la liquidez⁷.

En América Latina, la mayoría de los países pausó su ciclo alcista en la tasa de política monetaria, y se amplió la lista de bancos que aplicaron reducciones (Uruguay, República Dominicana, Chile, Brasil y Costa Rica); los casos más recientes fueron Chile y Brasil⁸, como se aprecia en el Gráfico 2.

⁴ En México, Perú y Uruguay, la inflación de agosto fue de 4,7%, 5,6% y 4,1%, respectivamente, con lo cual continúa en la senda descendente.

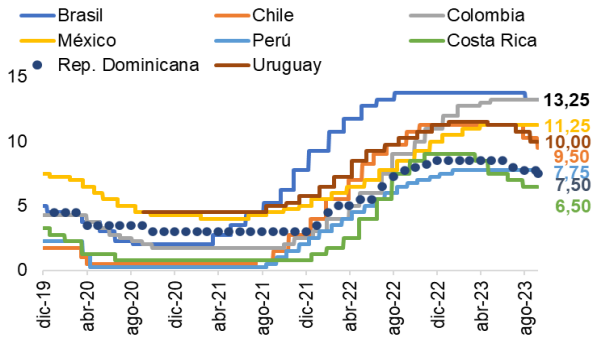
⁵ La producción de crudo de la OPEP cayó 3% en julio, principalmente por el recorte de producción de Arabia Saudita.

⁶ Según la Chicago Mercantile Exchange, al 6 de setiembre la probabilidad de que en este mes la Reserva Federal no modifique la tasa de interés es de 91%.

⁷ La tasa de préstamos a un año a entidades financieras la redujo en 15 p.b., hasta 2,5% (mínimo desde el 2020).

⁸ En la reunión del 28 de julio el Banco Central de Chile la bajó en 100 p.b., sustentado en una reducción acelerada de la inflación (general y subyacente) y de las expectativas de largo plazo y en la reunión del 5 de setiembre aplicó una nueva reducción (75 p.b.) para ubicarla en 9,5%. Por su parte, la disminución en Brasil fue de 50 p.b. (la Selic alcanzó 13,25% el 2 de agosto) e indicó que considera ajustes similares en los próximos meses.

Gráfico 2. Tasa de política monetaria en economías emergentes
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

4. Relativa estabilidad en los mercados financieros internacionales, pese a eventos recientes de tensión.

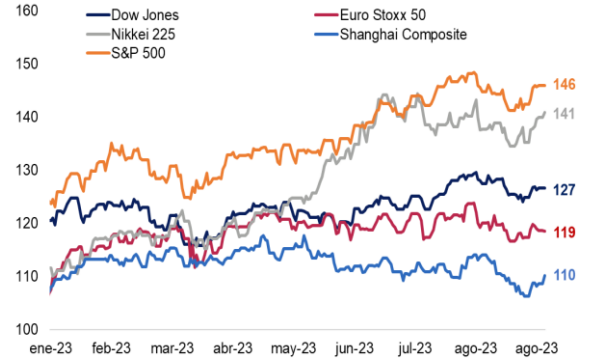
El 1° de agosto la agencia Fitch anunció la rebaja en la calificación de la deuda estadounidense, de AAA a AA+, decisión que entre otros se sustentó en el deterioro fiscal previsto para los próximos años, la elevada y creciente carga de la deuda pública y la erosión de la gobernabilidad en las últimas dos décadas (repetidas discusiones sobre la ampliación del límite de deuda). Este acontecimiento generó una reacción moderada en los mercados, pues la caída en los índices accionarios (Gráfico 3) y el aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se reversaron días después.

El 8 de agosto Moody's anunció la rebaja en la calificación crediticia de diez bancos pequeños y medianos de Estados Unidos (además puso en revisión la de otros seis identificados como de gran tamaño). Esta decisión fue justificada en costos de financiación más altos, posibles debilidades del capital regulatorio y el aumento de los riesgos vinculados a los préstamos comerciales. Ello llevó a una nueva caída en los índices accionarios estadounidenses y a un aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro de más largo plazo.

Sin embargo, luego del resultado de inflación en Estados Unidos (que en julio se aceleró menos de lo

esperado), los índices accionarios reaccionaron con alzas ante la posibilidad de que en setiembre próximo la Reserva Federal pause los incrementos en tasas de interés.

Gráfico 3. Índices accionarios
Base 3/12/2019



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

B. Coyuntura nacional:

Con información disponible al mes de agosto, los resultados macroeconómicos muestran un aumento en el ritmo de crecimiento de la producción, donde la aceleración proviene del denominado régimen de producción definitivo; mejoras en el mercado de trabajo; finanzas públicas con superávit primario y decrecimiento en la razón de deuda del Gobierno Central a PIB; y un comercio internacional de bienes y servicios que continúa dinámico y que tiende a reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a incrementar el blindaje financiero del país.

Esta caracterización se enmarca en un contexto desinflacionario, que se prevé continúe en los próximos meses.

Particularmente, sobresale lo siguiente:

1. La actividad económica acelera por la producción del régimen definitivo.

En junio, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) aumentó 6,4% en términos interanuales⁹, superior en 2,8 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al mismo periodo del año previo y en 0,3 p.p.

⁹ En el primer semestre la producción creció a una tasa media de 5,4%. Además, es notable que la variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad del IMAE, que mide los cambios en la trayectoria de la actividad económica en el corto plazo, fue de 7,2% en

junio, con lo que se revierte la desaceleración observada en las tasas anualizadas desde marzo del 2023.

en relación con el mes previo; con ello se registran diez meses consecutivos de aceleración mensual en la tasa interanual del indicador (Gráfico 4).

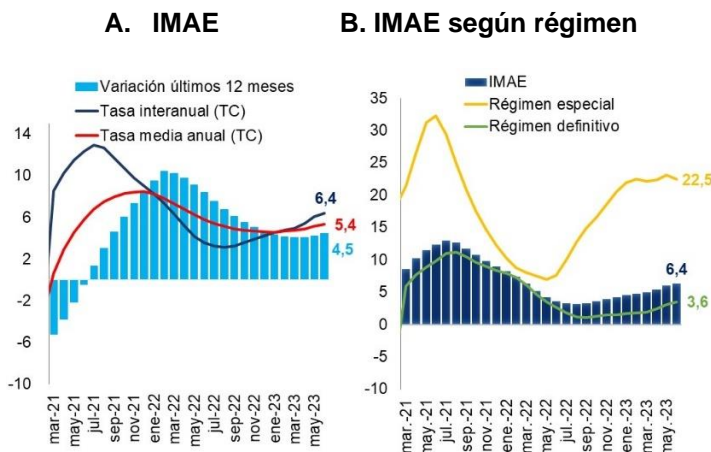
La producción del régimen especial continúa con un alto crecimiento (22,5% interanual), impulsado, principalmente, por la industria de implementos médicos, los servicios profesionales y los de desarrollo informático.

No obstante, es preciso indicar que el régimen definitivo aumentó en 3,6% y acumula nueve meses consecutivos de aceleración.

En este régimen descuella el vigor en la recuperación de la construcción, así como la persistencia en las relativamente altas tasas de crecimiento en las actividades de servicios profesionales, transporte y almacenamiento, cuyo efecto fue parcialmente compensado por la contracción en la producción de empresas de la manufactura y en la administración pública.

Cabe señalar que el aporte del régimen definitivo a la tasa de variación interanual del IMAE ha mostrado un comportamiento al alza y, particularmente para junio contribuyó con 3,0 p.p. al crecimiento del IMAE.

Gráfico 4. Índice Mensual de Actividad Económica
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. La tasa de desempleo disminuye y la ocupación se recupera.

En el trimestre móvil finalizado en junio, la tasa de desempleo fue de 9,6%, 2,1 p.p. menor a la registrada en igual mes del 2022; en tanto que la tasa de

subempleo fue de 6,5%, 3,0 p.p. menos en relación con un año atrás.

La reducción en la tasa de desempleo refleja una mejora en la ocupación que, con respecto al mes previo, aumentó en poco más de 44 mil puestos de trabajo. Sin embargo, debe señalarse que este comportamiento se da en un contexto de menor participación laboral en comparación con los niveles históricos.

Esa menor participación laboral responde al aumento que, en el último año, se ha observado en la cantidad de personas que decide salir de la fuerza laboral. Ello obedece a varias causas, de las cuales destaca el aumento en la cantidad de personas que decide retirarse por edad, lo cual es una de las características del cambio demográfico que experimenta Costa Rica, proceso que se intensificaría en los próximos años (ver IPM de julio del 2023).

El aumento en la cantidad absoluta de ocupados rompe el patrón de caídas en el nivel de empleo observado desde noviembre del 2022, pero la mejora es insuficiente para recuperar el nivel de empleo registrado un año atrás.

En particular, la tasa de ocupación fue de 51,2%, superior en 1,2 p.p. con respecto al mes previo, pero inferior en 1,5 p.p. al resultado de un año atrás. La tasa neta de participación fue de 56,6%, 0,8 p.p. más que en el mes previo, pero inferior en 3,0 p.p. en relación con lo registrado un año atrás.

Finalmente, tanto los salarios nominales como reales se recuperan, con tasas de variación interanual positivas y crecientes (2,3% y 3,4%, en ese orden), pero diferenciadas según sector institucional, género y nivel académico.

3. Las exportaciones denotan el buen desempeño de la producción del régimen especial y la recuperación de la actividad agrícola.

La balanza comercial de bienes acumuló a julio una brecha negativa de USD 2.445,0 millones (2,8% del PIB, contra 4,5% un año atrás).

Este resultado puso de manifiesto la mayor tasa de crecimiento de las ventas externas¹⁰ (16,5% en términos interanuales) en relación con la de las importaciones (7,0%, influidas a su vez por la

¹⁰ Para algunos productos considera información preliminar.

reducción en el precio de las materias primas desde la segunda mitad del 2022)¹¹.

Las exportaciones muestran, en buena medida, el comportamiento de las ventas del régimen especial (25,5% contra 3,2% de las empresas del régimen definitivo), en particular influidas por la mayor demanda por productos manufacturados (implementos médicos) y productos agrícolas (banano, piña, raíces, tubérculos y hortalizas), cuya evolución atenuó la contracción en las ventas de productos manufacturados por empresas del régimen definitivo.

El incremento de las importaciones (9,5% al excluir la factura petrolera)¹² estuvo determinado por los componentes de vehículos, productos alimenticios e insumos (para la industria alimenticia, química y farmacéutica), materiales de construcción, además de equipo de transporte de personas y mercancías.

4. El Gobierno Central mantiene su compromiso con la sostenibilidad fiscal y continúa con un resultado primario positivo.

A julio el balance primario y financiero del Gobierno Central fue de 1,4% y -1,3% del PIB (1,6% y -1,1% en igual mes del año anterior, respectivamente).

Este comportamiento se atribuye sobre todo a los esfuerzos de contención de los gastos primarios (excluye el pago de intereses), que alcanzaron un 7,6% del PIB, toda vez que a julio se observó una desaceleración en los ingresos tributarios (incremento medio anual de 4,7% a julio del 2023, contra 15,6% un año atrás).

El saldo de la deuda del Gobierno Central a julio alcanzó 60,9% del PIB, razón inferior en 3,8 p.p. y 2,9 p.p. con respecto a lo registrado en julio y diciembre del 2022, en ese orden.

Esta reducción lo que indica es que ante la generación de superávit primario el saldo de deuda crece a un menor ritmo que la actividad económica^{13,14}.

¹¹ En los primeros siete meses del año el Índice de Precios de Materias Primas disminuyó 18,9% (aumento de 25,4% en igual lapso del 2022).

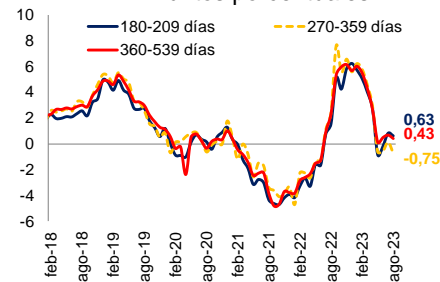
¹² La factura petrolera ascendió a USD 1 378,7 millones (-10,3% en términos interanuales). Ese valor combina la disminución de 21,8% en el precio promedio de hidrocarburos con el incremento de 14,6% en el volumen, principalmente de diésel y gasolina.

¹³ Desde el punto de vista aritmético hay que tener presente el efecto de la apreciación cambiaria sobre el valor de la deuda en moneda extranjera

5. Las reducciones en la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han transmitido de forma asimétrica a las tasas de interés del sistema financiero¹⁵.

Entre el 15 de marzo y el 30 de agosto del año en curso la TPM disminuyó en 250 p.b. y en ese mismo lapso la tasa de interés pasiva negociada en colones, la tasa básica pasiva y la tasa de interés activa negociada en colones disminuyeron 263, 98 y 1 p.b., en ese orden. Consecuente con esa reducción, el premio por ahorrar en colones bajó y se ubicó en valores bajos pero positivos en la mayoría de los plazos (Gráfico 5).

Gráfico 5. Premio por ahorrar en colones
Puntos porcentuales



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

6. El comportamiento de los agregados monetarios no ejerce presiones inflacionarias futuras.

En agosto del 2023 la liquidez y la riqueza financiera total mostraron tasas de crecimiento alrededor del 7,0%, valor que se ubica en torno a la tasa conjunta del crecimiento real de la economía previsto para el 2023 y la meta de inflación; por ello se estima que la evolución de estos indicadores no genera presiones inflacionarias futuras por encima de esa meta (Gráfico 6).

En cuanto a la composición por instrumento financiero, se aprecia un aumento en la preferencia por depósitos altamente líquidos (M1 amplio), particularmente en colones, en detrimento de los instrumentos a plazo, lo cual es consecuente con el

(modera el crecimiento del numerador), así como el mayor crecimiento del PIB nominal (incrementa el denominador).

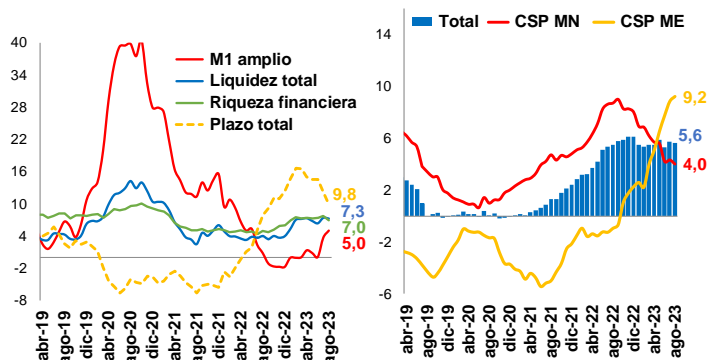
¹⁴ Esto permitió al Ministerio de Hacienda colocar deuda a menores tasas de interés. Por ejemplo, en los primeros siete meses del 2023 la tasa de interés de títulos en colones a 5 años plazo ha registrado reducciones de hasta 292 p.b. y de 121 p.b. en títulos en moneda extranjera a 7 años.

¹⁵ En lo que transcurre del 2023 la Junta Directiva redujo la TPM en cuatro ocasiones: i) 50 p.b. en marzo, ii) 100 p.b. en abril, iii) 50 p.b. en junio y, iv) 50 p.b. en julio, para ubicarla en 6,50% a partir del 27 de julio.

menor costo de oportunidad de mantener instrumentos con bajo o nulo rendimiento.

Gráfico 6. Agregados monetarios y crédito al sector privado.

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A pesar de que el premio por ahorrar en colones es bajo, no hay evidencia de un aumento en la dolarización del ahorro, en relación con lo observado al término del primer trimestre del año.

El saldo del crédito al sector privado¹⁶ creció 5,6% (5,5% un año atrás) impulsado tanto por las operaciones en colones como en moneda extranjera. Por moneda, el crédito en colones registra una tasa interanual de 4,0%, mientras que en moneda extranjera aumentó 9,2%, lo que da continuidad a la aceleración observada desde marzo pasado.

Dado ese comportamiento, la participación relativa del crédito en moneda extranjera repuntó en meses recientes, para ubicarse en 32,2% (31,6% en diciembre del 2022); ello puede representar un incremento en el riesgo para el sistema financiero, en el tanto los deudores no gestionen adecuadamente el riesgo que surge ante la falta de correspondencia de moneda entre sus ingresos y sus deudas.

7. El tipo de cambio muestra una relativa estabilidad, en un contexto de abundancia de divisas.

Al finalizar agosto el tipo de cambio promedio ponderado en el Monex fue de $\text{¢}537,91$, lo que llevó a una variación interanual de -18,7% y acumulada de -9,8%. En agosto el tipo de cambio mostró menor volatilidad que la experimentada 12 meses antes¹⁷.

Este resultado se observa en un entorno de un mercado privado de cambios más superavitario. Si bien el superávit se ha moderado con respecto al primer cuatrimestre del año, ha sido significativamente mayor que el resultante para igual período del 2022 ($\text{USD } 4.988$ millones en las primeras 167 sesiones del año frente a $\text{USD } 1.897$ millones un año atrás).

La mayor disponibilidad de divisas permitió una activa participación del BCCR en el Monex para atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB)¹⁸ e iniciar, el pasado 5 de mayo, con compras por operaciones propias, las cuales al mes de agosto acumularon $\text{USD } 917,4$ millones.

La participación del BCCR en el mercado cambiario se tradujo en una mejora en el blindaje financiero del país. Al 31 de agosto el saldo de reservas internacionales netas ascendió a $\text{USD } 11.321$ millones, monto superior en $\text{USD } 2.771$ millones a lo registrado al finalizar el 2022. Este saldo equivale a 13,2% del PIB y a 126% del nivel mínimo considerado como adecuado según la metodología sugerida por el Fondo Monetario Internacional¹⁹.

8. La inflación general se ubicó por segundo mes consecutivo en valores negativos, y las expectativas continúan dentro del rango de tolerancia.

En julio del 2023 la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, fue negativa por segundo mes consecutivo (-2,3%) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente alcanzó 0,9% (-1,0% y 1,5% respectivamente en junio pasado).

¹⁶ Sin considerar el efecto de la variación en el tipo de cambio.

¹⁷ La desviación estándar (cálculo móvil de 20 días) en agosto fue de $\text{¢}3,4$ frente a $\text{¢}8,3$ en agosto del año anterior.

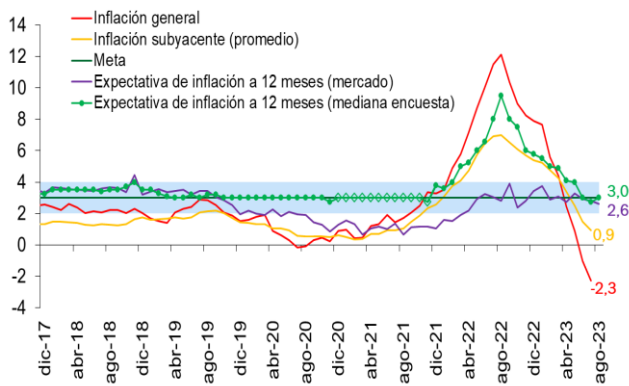
¹⁸ Ese monto permitió atender el requerimiento contemporáneo del SPNB ($\text{USD } 2.049,7$ millones), restituir lo vendido en años previos y acumular $\text{USD } 195,6$ millones para requerimientos futuros de estas entidades.

¹⁹ Para mayor detalle, ver el Recuadro 1 "Indicador de reservas adecuadas para Costa Rica según la metodología del Fondo Monetario Internacional" (Informe de Política Monetaria de abril del 2023).

Ambos indicadores acentuaron el comportamiento a la baja y, al igual que en el mes previo, se ubicaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia para la inflación con respecto a la meta ($3,0\% \pm 1$ p.p.).

Las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta del BCCR señalan la reducción de las presiones inflacionarias futuras. Particularmente en agosto, la mediana de esas expectativas a 12 y 24 meses se ubicó en 3,0%, desde los máximos registrados en agosto del 2022 de 9,5% y 7,0%, en ese orden. Por su parte, las expectativas de mercado mostraron valores de 2,6%, 2,9% y 2,8% a 12, 24 y 60 meses, en el orden respectivo (Gráfico 7).

Gráfico 7. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas¹
Variación interanual en porcentajes



¹Inflación general y subyacente a julio del 2023. En la serie de expectativas de inflación a 12 meses de la encuesta para el lapso diciembre del 2020- noviembre del 2021 (periodo de suspensión) se utiliza una inferencia obtenida mediante la técnica de series de tiempo funcionales: [Series de tiempo funcionales en el análisis de la encuesta de expectativas de inflación en Costa Rica](#).

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

Finalmente, el Índice de precios del productor de la manufactura mostró una variación interanual de -5,3% en julio pasado desde 8,1% al término del 2022, lo que da cuenta de la reversión de los choques de oferta (inflación de costos) de origen externo presentes desde la segunda mitad del 2021.

Al desagregar este indicador por tipo de bien, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que en el corto plazo podría tener mayor impacto sobre el IPC, se moderó con respecto a los meses previos; en particular, en julio su variación interanual fue de 1,2% (10,7% en diciembre del 2022).