

# Comentario de la Economía Nacional N° 5 - 2020

12 de mayo, 2020

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 5932-2020, celebrada el 29 de abril de 2020, analizó el Informe Mensual de Coyuntura Económica<sup>1</sup>. La información contenida en dicho informe fue tomada en consideración por la Junta Directiva para el análisis de política monetaria, a partir del cual confirmó su postura contracíclica y dispuso mantener el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 1,25% anual.

Dado el profundo efecto contractivo que sobre la actividad económica global tiene la pandemia del COVID-19, el presente comentario pone especial énfasis en sus manifestaciones sobre las principales variables macroeconómicas. A pesar de la alta incertidumbre sobre la magnitud y duración de la crisis sanitaria, en los casos que la información lo permita se presentan algunas proyecciones<sup>2</sup>. Del análisis realizado destacó lo siguiente:

## A. Economía internacional

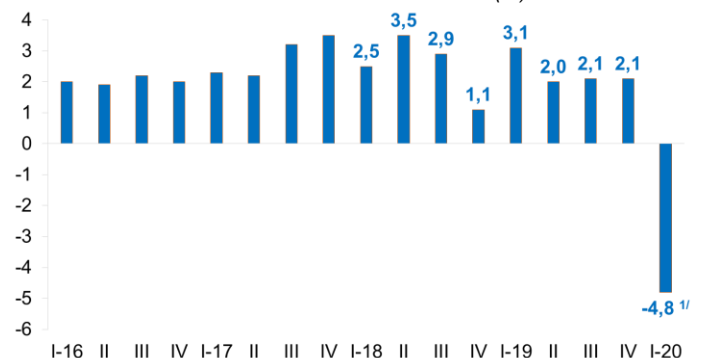
- La actividad económica mundial se contrae.** Las implicaciones macroeconómicas directas y contractivas de las medidas de contención del coronavirus aplicadas en la mayoría de países llevó a una revisión del crecimiento económico mundial por parte de los distintos organismos económicos internacionales.

En particular, las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) apuntan a una contracción de la economía mundial de 3,0% en 2020 y, particularmente, para Estados Unidos (EUA) la caída sería de 5,9%. Tanto el FMI como los otros entes especializados estiman que la contracción en 2020 sería temporal y suponen un efecto rebote hacia el 2021, para el mundo y los principales socios comerciales del país. El FMI reconoce, eso sí, que existe una gran incertidumbre alrededor de sus proyecciones, por el desconocimiento que existe también sobre la magnitud y duración de la crisis sanitaria y las medidas de contención.

Los indicadores de corto plazo ponen de manifiesto el impacto negativo de la pandemia. Según datos de la Reserva Federal, en EUA la actividad económica se contrajo 4,8% en el primer trimestre del año explicado, en mayor medida, por el menor gasto de consumo personal (Gráfico 1). Los indicadores de producción industrial cayeron en marzo en 5,4%, influidos por el deterioro (-28%) en la fabricación de vehículos y sus partes.

Por su parte, las ventas minoristas en EUA también disminuyeron 8,7%, como resultado de la caída en las ventas de ropa y accesorios (-50,5%), muebles para el hogar (-26,8%) y vehículos (-25,6%).

**Gráfico 1. EUA Producto Interno Bruto Real**  
Variación trimestral anualizada (%)



<sup>1/</sup> Primera estimación.

Fuente: Departamento de Comercio de Estados Unidos.

En la Zona del euro, el Índice de Gerentes de Compra (PMI)<sup>3</sup> bajó de un nivel de 51,6 puntos en febrero a 29,7 en marzo (la mayor disminución desde 1998) resultado del deterioro en la actividad de servicios, en especial de viajes y restaurantes. En tanto que, el descenso en las actividades de servicios en Japón, provocó que el PMI bajara a un nivel de 36,2, desde 47 puntos en febrero.

<sup>1</sup> De ser necesario, y así se hará saber, este comentario incorpora información disponible en fecha posterior a esta sesión de Junta Directiva.

<sup>2</sup> Congruentes con las proyecciones contempladas en el Primer Informe de Política Monetaria, publicado en la página del BCCR el pasado 6 de mayo.

<sup>3</sup> Este índice, publicado por el Grupo Markit, se obtiene de cuestionarios mensuales aplicados a empresas de la manufactura y los servicios. La consulta es, entre otros, sobre la dirección de los resultados en la producción, ocupación y nuevos pedidos y, no sobre expectativas. Si el índice supera el valor de 50 indica expansión, por debajo de ese valor indica contracción y si es inferior a 42 anticipa una recesión.

En China, dada la flexibilización de las medidas de confinamiento y la gradual recuperación del ritmo empresarial, el PMI de la industria manufacturera y de servicios alcanzó niveles de 50,1 y 43,0, respectivamente (40,3 y 26,5, en su orden, en febrero de 2020).

2. **Tanto el menor nivel de actividad económica como la incertidumbre sobre la duración de la presente crisis se manifiestan en caídas significativas de índices accionarios**, incrementos en la prima de riesgo para economías emergentes y en tensiones en los mercados de financiamiento a corto plazo.

De manera similar, la pandemia del COVID-19 también ha deprimido significativamente los precios de las materias primas, en especial del petróleo. La contracción económica, la disminución inédita en la demanda de combustibles (pues a la contracción económica se suman las medidas de confinamiento), las limitaciones en la capacidad de almacenaje, así como la controversia entre Rusia y Arabia Saudita en cuanto a la producción de crudo, ha llevado a que el precio promedio de contado del petróleo WTI<sup>4</sup> por barril haya caído 60,9% en lo que transcurre del año (al 8 de mayo).

3. **En este entorno, algunos bancos centrales de economías desarrolladas y de economías emergentes flexibilizaron aún más su política monetaria.** Con el objetivo de mantener la estabilidad del sistema financiero, han reducido sus tasas de interés de referencia a mínimos históricos, han inyectado liquidez adicional para asegurar el flujo de financiamiento a los diversos sectores (público y privado) y han iniciado programas de compra de valores. (Gráfico 2)

**Gráfico 2. Tasa de política monetaria en países seleccionados**

Variación en puntos base (p.b.) en 2020.



Fuente: Bloomberg con información al 29 de abril 2020. En fecha posterior algunos bancos aplicaron reducciones adicionales.

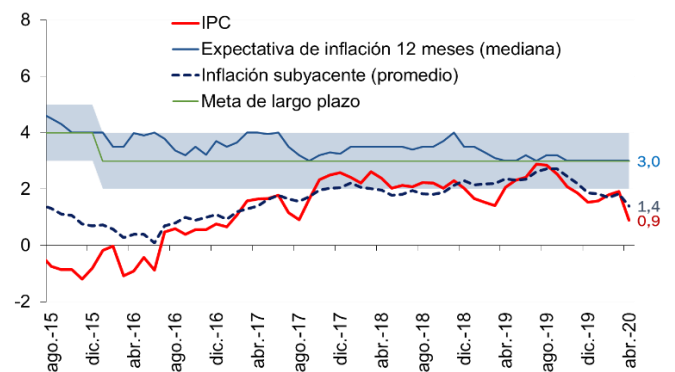
## B. Economía nacional

1. **La inflación se ubica por debajo de la meta del Banco Central.** Este comportamiento es coherente con la persistencia de condiciones macroeconómicas (entre otras, brecha negativa y creciente del producto y alta tasa de desempleo) que presionan la inflación a la baja. La contracción de la demanda agregada como consecuencia de las medidas para contener la propagación de la pandemia del COVID-19 exacerba esas presiones desinflacionarias (Gráfico 3).

En abril de 2020 la inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 0,9% (tasa acumulada de -0,08%). La variación interanual promedio de la inflación subyacente bajó este mes de 1,8% en marzo a 1,4%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación a 12 meses se mantiene anclada a la meta de inflación de largo plazo (3%)<sup>5</sup>, desde octubre del 2019.

**Gráfico 3. Indicadores de precios**

Variación interanual (%)



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

<sup>4</sup> El West Texas Intermediate (WTI) es el petróleo crudo extraído en el Golfo de México y sirve como referencia en los mercados internacionales.

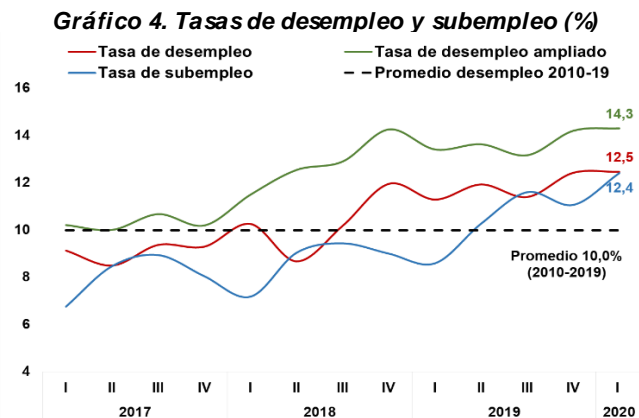
<sup>5</sup> Según los resultados de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio realizada por el BCCR en abril, el valor medio de las expectativas a 12 meses fue de 3,5% y la moda de 2,0%.

2. **Luego de un sostenido repunte a partir del segundo semestre de 2019, en marzo la actividad económica experimentó los efectos del COVID-19**, lo cual se materializó en una fuerte desaceleración del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre de 2020. Así, con datos preliminares, la tasa de crecimiento interanual del PIB bajó este trimestre a 0,5%, luego de crecer en 2,1% anual en el 2019.

La economía costarricense enfrenta una disminución abrupta en los flujos de comercio exterior, con mayor impacto en actividades vinculadas con el turismo y la producción de las empresas del régimen definitivo. Las medidas de distanciamiento social y de restricción al desplazamiento han provocado el cierre temporal o total de algunas unidades productivas, lo que se traduce en menores ingresos para empresas y hogares lo que deprime aún más la actividad económica.

En este contexto, el Banco Central estima una caída en el volumen de producción de 3,6% para el 2020, la segunda mayor contracción (después de la experimentada en 1982) desde el año 1950, en el que inician las estadísticas oficiales de cuentas nacionales. Lo anterior se basa en el supuesto de que las mayores restricciones a la actividad económica se empezarían a levantar a partir de la segunda mitad de este año, con lo cual habría una fuerte contracción en el segundo y tercer trimestres de este año y, a partir del cuarto se iniciaría un proceso de recuperación gradual, con lo que para el 2021 se prevé un incremento anual del PIB de 2,3%.

3. **Los efectos del COVID-19 también empujaron al alza las tasas de desempleo y subempleo, en el primer trimestre de 2020 (Gráfico 4)**. Según los resultados de la Encuesta Continua de Empleo realizada por el INEC, la tasa de desempleo en el primer trimestre de 2020 se ubicó en 12,5% (12,4% el trimestre previo y 1 p.p. superior a la de un año antes).

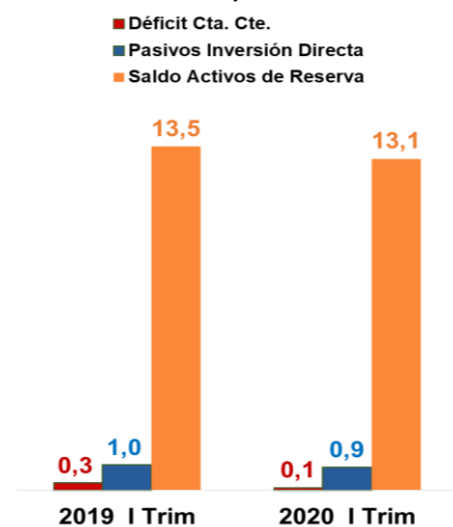


Fuente: INEC.

No obstante, los recortes de jornadas de trabajo y suspensiones temporales de contratos se reflejaron con mayor intensidad en la tasa de subempleo, que alcanzó 12,4%, desde 11,1 el cuarto trimestre de 2019 y, se estima tenderá a deteriorarse en los próximos trimestres.

4. **El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos del primer trimestre de 2020, resultó inferior al del año previo; no obstante, se prevé un drástico deterioro en los próximos trimestres, debido a los efectos negativos asociados al coronavirus**. Según cifras preliminares, el déficit de la cuenta corriente al primer trimestre de 2020, como proporción del PIB, resultó inferior en 0,2 p.p. respecto al de igual lapso del 2019. (Gráfico 5)

**Gráfico 5. Balanza de Pagos**  
Porcentajes del PIB



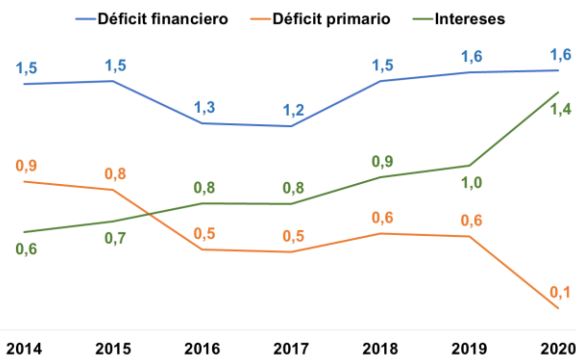
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Además, los flujos de capital de largo plazo (Inversión Directa), fueron superiores en 0,8 p.p. del PIB a esa brecha y, el saldo reservas internacionales (13,1% del PIB), da un blindaje a la economía contra choques externos. Sin embargo, para el 2020 se proyecta un aumento en el déficit en cuenta corriente, como consecuencia de la fuerte caída en las exportaciones, sobre todo de servicios.

5. **En marzo de 2020 mejoró el resultado primario acumulado del Gobierno Central, aunque prospectivamente se erosionan los rendimientos de la reforma fiscal, como resultado de los efectos del COVID-19**. En este trimestre, el Gobierno acumuló un déficit primario de 0,1% del PIB (0,6% en 2019), el más

bajo para este periodo desde el 2009<sup>6</sup>. No obstante, dada la mayor carga por el servicio de intereses, el déficit financiero se ubicó en 1,6% del PIB, similar al del año anterior. (Gráfico 6)

**Gráfico 6. Gobierno Central**  
**Resultados financiero y primario**  
Al primer trimestre de cada año (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

En este lapso, el Gobierno Central se financió, principalmente, con el uso de sus propios recursos depositados en el Banco Central y la colocación neta de títulos de deuda interna en el sistema financiero y el sector privado. Consecuente con ello, la razón de su deuda al PIB se incrementó en 4,4, p.p., con respecto a la de marzo de 2019 y alcanzó 59,9%<sup>7</sup>.

La presente crisis sanitaria toma al país con un limitado espacio fiscal, el cual se restringe aún más dado que el Gobierno enfrenta gastos no previstos (en salud y asistencia social a los grupos de mayor vulnerabilidad, por ejemplo) y la recaudación tributaria se deteriora por la contracción de la actividad económica y, temporalmente, por la moratoria aplicada al cobro de algunos impuestos.

6. **Mayor demanda de liquidez refleja incertidumbre y búsqueda de activos de refugio; mientras el crédito al sector privado continúa desacelerado.** Con datos preliminares a abril de 2020, los agregados monetarios restringidos crecieron a tasas interanuales superiores a las registradas un año antes. En particular, el medio circulante amplio<sup>8</sup> creció 26,9% (2,5% en abril de 2019).

<sup>6</sup> Este comportamiento reflejó tanto el sostenido crecimiento en los ingresos, en particular del impuesto al valor agregado (Ley 9635), como el esfuerzo gubernamental por contener el crecimiento de los principales rubros del gasto corriente primario.

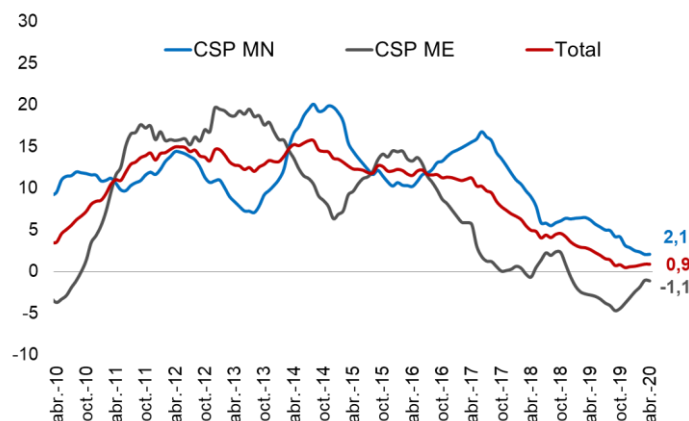
<sup>7</sup> Se utiliza como referencia un PIB anual estimado para cada mes, con base en el crecimiento anual del PIB nominal de la revisión del Programa

Este comportamiento se estima está asociado con la incertidumbre causada por la actual crisis sanitaria, dado que bajo esas condiciones (reducción de ingresos y eventuales gastos no planeados) los agentes económicos incrementan su preferencia por mantener sus ahorros en instrumentos de alta liquidez. Además, las bajas tasas de interés pasivas reducen el costo de oportunidad para los ahorrantes de mantener activos más líquidos.

Por su parte, la liquidez total y la riqueza financiera total crecieron 8,2% y 6,5%, respectivamente (3,3% y 8,0% en abril de 2019). Además, se da una ligera mayor preferencia por instrumentos denominados en moneda extranjera (en ambos agregados la participación relativa de la moneda extranjera aumentó 0,6 y 0,5 p.p., en ese orden, respecto a diciembre pasado), que podría estar relacionada con la incertidumbre antes comentada y con el deterioro observado en los primeros meses del presente año en el premio por ahorrar en moneda nacional.

Por último, en abril de 2020 el crédito al sector privado continuó desacelerado (0,9% anual contra 2,6% un año antes), con una tasa de 2,1% para los colones y caída de 1,1% en moneda extranjera. (Gráfico 7)

**Gráfico 7. Crédito al sector privado**  
Variación interanual (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El escaso dinamismo del crédito al sector privado se estima responde, entre otros, a la desaceleración de la actividad económica, las perspectivas pesimistas de los agentes económicos y la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis sanitaria.

Macroeconómico 2020-2021, contemplada en el Primer Informe de Política Monetaria.

<sup>8</sup> Medio circulante amplio incluye: numerario en poder del público + depósitos en cuenta corriente y de ahorro en moneda nacional y extranjera + cheques de gerencia y cheques certificados en moneda nacional y extranjera.



7. **Las tasas de interés del sistema financiero reflejan el estímulo monetario del Banco Central.** Ante la ausencia de presiones inflacionarias, desde marzo de 2019 el BCCR ha mantenido una postura monetaria expansiva, para contribuir con el proceso de recuperación económica que inició en el segundo semestre del año pasado. Recientemente, con el objetivo de continuar con el mejoramiento de las condiciones para nuevos créditos y brindar alivio a deudores con préstamos a tasa variable y sin tasas piso, el BCCR flexibilizó aún más su postura monetaria.

De esta forma, en el contexto de la pandemia del COVID-19, el BCCR redujo la tasa de política monetaria (TPM) en 100 puntos base (p.b.), con lo cual este indicador se ubicó en 1,25% a partir del 17 de marzo de 2020 (su mínimo histórico).

Asimismo, con el fin de mantener la estabilidad del sistema financiero y apoyar el normal funcionamiento del sistema de pagos, el Banco Central ha aumentado su disposición a participar como proveedor de liquidez, tanto en colones como en dólares, en los distintos mercados de negociación (Mercado Integrado de Liquidez, dinero, recompras y secundario), y el 13 de abril su Junta Directiva le autorizó también a proveer liquidez mediante la compra de títulos del Gobierno en el mercado secundario (es decir, a terceros). Sin embargo, las condiciones de liquidez han sido tales que hasta el momento dicha participación ha sido muy moderada o no se ha requerido del todo. Esto indica que desde el punto de vista sistémico, la crisis tomó al sistema financiero con una adecuada provisión de liquidez.

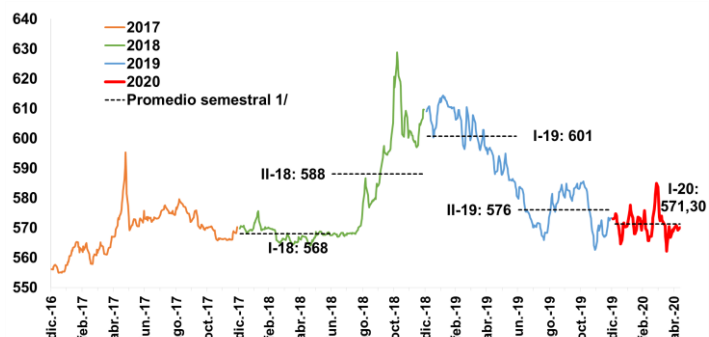
Además, el BCCR coordinó con el Conassif y la Sugef la adopción de medidas para facilitar la readecuación de préstamos por parte de los intermediarios.

En este contexto, entre abril de 2019 y de 2020, el promedio de las tasas activas y pasivas negociadas<sup>9</sup> en colones en el sistema financiero<sup>10</sup>, bajaron de 13,3% a 10,3% y de 7,6% a 4,6%, en su orden y la Tasa básica pasiva (TBP) al 12 de mayo de 2020 es de 3,8%, con una disminución acumulada de 235 p.b. respecto a la de 12 meses atrás.

8. **En lo que transcurre del 2020 la evolución del tipo de cambio ha reflejado una amplia disponibilidad de divisas del mercado cambiario.** Al 12 de mayo de 2020, el colón registró una apreciación acumulada de

0,56% (apreciación de 2,35% un año antes) y menor volatilidad. (Gráfico 8)

**Gráfico 8. Tipo de cambio promedio de Monex**  
Colones por dólar

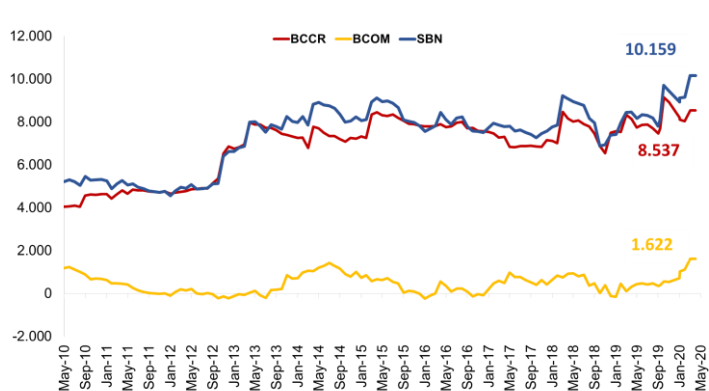


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Este año, como promedios diarios, las operaciones cambiarias de los intermediarios con el público fueron superavitarias (al 11 de mayo) en USD 11,5 millones (USD 4,7 millones en igual período de 2019). Ello permitió al BCCR realizar compras por USD 9,7 millones para atender la demanda del sector público no bancario de USD 6,8 millones, así como para el programa de compra de reservas<sup>11</sup>.

Por último, el saldo de reservas internacionales netas al 11 de mayo fue de USD 8.537,1 millones, equivalente a 13,8% del PIB (Gráfico 9). Este nivel se considera que provee un blindaje razonable para la economía costarricense.

**Gráfico 9. Reservas internacionales netas**  
Millones de USD



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>9</sup> Tasas de interés efectivamente negociadas por los intermediarios.

<sup>10</sup> Incluye bancos, cooperativas, mutuales y empresas financieras privadas

<sup>11</sup> Este programa de compra de divisas (por USD 1.000 millones), fue aprobado por la Junta Directiva en noviembre de 2019, con vigencia entre

el 27/11/2019 y 31/12/2020. A la fecha tiene un saldo de USD 606,7 millones, de los cuales este año compró USD 56,7 millones.