

# Comentario de la Economía Nacional N° 7 - 2020

2 de julio, 2020

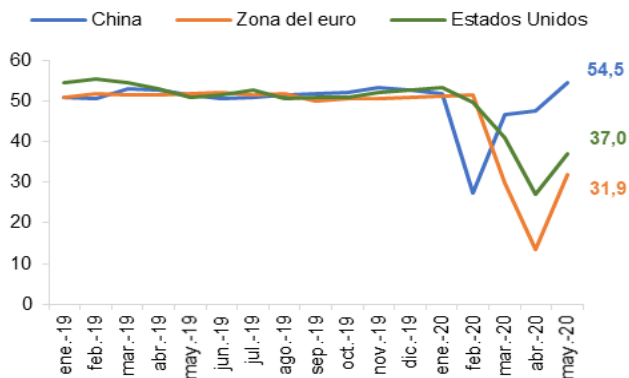
La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en su IV Reunión de Política Monetaria del 2020, celebrada el pasado 17 de junio (artículo 8 de la sesión 5941-2020), analizó la coyuntura macroeconómica local e internacional y acordó, por unanimidad, reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base (p.b.), para ubicarla en 0,75% anual a partir del 18 de junio del 2020. La medida reforzó su postura monetaria expansiva y contracíclica y busca reducir aún más el costo del crédito y, así mitigar el impacto económico de la pandemia por COVID-19 y facilitar la recuperación de la actividad económica y del empleo.

A continuación se comentan los hechos relevantes del contexto macroeconómico externo y local.

## A. Economía internacional

1. **La apertura gradual de algunas economías quedó de manifiesto en la recuperación de indicadores adelantados de actividad económica.** A manera de referencia, el Índice Compuesto de Gerentes de Compra, presentó en mayo niveles que apuntan a una expansión en China (54,5) y a una menor contracción en Estados Unidos (EUA, 37,0) y en la zona del euro (31,9)<sup>1</sup> con respecto al mes anterior (Gráfico 1).

Gráfico 1. Índice compuesto de gerentes de compra

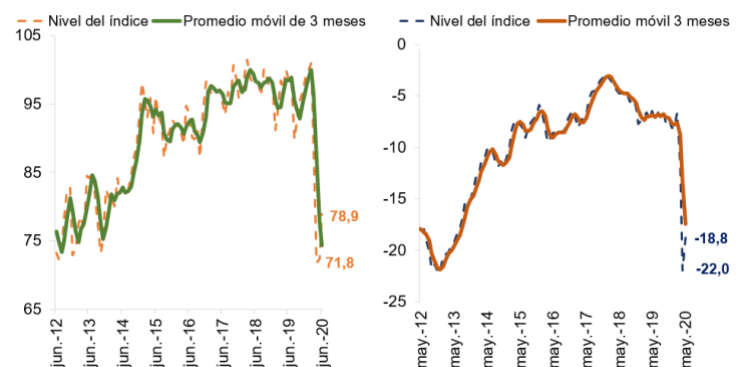


Fuente: Oficinas de Estadística y Bloomberg.

Además, en mayo los indicadores del mercado laboral presentaron mejoras en algunas de las principales economías. Por ejemplo, en EUA la tasa de desempleo bajó a 13,3% (desde 14,7% en abril, la más alta desde que inició su registro mensual en 1948). De igual forma, en China el indicador pasó de 6,2% en febrero a 6,0% en abril. Por otra parte, en la zona del euro el desempleo aumentó en abril, pero apenas ligeramente (en 0,2 puntos porcentuales (p.p.)) a 7,3%.

2. **La confianza de los consumidores también mejoró.** El índice de confianza del consumidor en EUA, elaborado por la Universidad de Michigan, se ubicó en 78,9 puntos en junio (71,8 en mayo). Por su parte, según datos de la Comisión Europea, en la zona del euro la confianza del consumidor pasó de -22,0 puntos en abril a -18,8 en mayo.

Gráfico 2. Índice de confianza del consumidor (puntos)



Fuente: Universidad de Michigan y Comisión Europea.

3. **No obstante, la incertidumbre sobre un rebrote del virus es alta, y se reflejó en el deterioro de las proyecciones de crecimiento mundial por parte de organismos internacionales.** El Banco Mundial, en su informe "Perspectivas económicas mundiales", publicado en junio, estimó la caída de la actividad económica mundial en 5,2% para el 2020. Esta contracción sería mayor en las economías avanzadas (7,0%) que en las emergentes y en vías de desarrollo (2,5%).

<sup>1</sup> En abril los valores del indicador fueron, en ese orden, de 47,6, 27 y 13,6.

Por su parte, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) estima una contracción económica mundial de 6,0% en el 2020, con una recuperación de 5,2% en el 2021. Advierte que ante un rebrote de contagios y el endurecimiento de las medidas de contención sanitaria antes de que finalice el presente año, la reducción en el 2020 podría ubicarse en 7,6% en el 2020, con una recuperación de 2,8% el próximo año.

En junio, el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo las proyecciones de crecimiento económico mundial para el 2020 de -3,0% (-5,9% para EUA) previsto en abril a -4,9%, el nivel más bajo desde la Gran Depresión (-8,0% para EUA). El FMI prevé una recuperación gradual para el 2021 de 5,4% (4,5% para EUA, 0,2 p.p. menos que lo previsto en abril). Este organismo destacó que estas proyecciones se enmarcan en un contexto de alta incertidumbre, ya que dependen de la magnitud y duración del coronavirus y las medidas para contenerlo<sup>2</sup>.

4. **El levantamiento gradual de las restricciones sanitarias en algunas economías favoreció el aumento, en junio, en el precio de las materias primas, en particular del petróleo, aunque en términos generales, éstos aún son menores a los registrados a finales de 2019.** Así, el precio de la variedad de petróleo denominada West Texas Intermediate bajó 33,7% en lo que transcurre del 2020. Por su parte, el índice de precios de materias primas importadas por Costa Rica mostró una reducción de 23,4% al 22 de junio en relación con finales de 2019.

Los bajos precios internacionales del petróleo, aunados a la débil demanda mundial, mantienen contenida la inflación. Por ejemplo, en EUA la inflación, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), pasó de 0,3% en abril a 0,1% en mayo del 2020.

5. **La volatilidad en los mercados financieros aumentó en junio ante a la expectativa de una segunda ola de contagios.** Esa mayor incertidumbre se reflejó en el índice sobre la volatilidad esperada en los mercados financieros en los próximos 30 días (VIX<sup>3</sup>), que se ubicó en 31,8 puntos el 22 de junio, aunque por debajo de los 83 puntos que alcanzó el 16 de marzo.
6. **La propagación mundial del coronavirus incidió en una alta salida de capitales, desde los mercados emergentes hacia activos de refugio, como los bonos del Tesoro de EUA a 10 años<sup>4</sup>.** El Banco Mundial señaló, en su último Informe “Perspectivas económicas mundiales”, que esta salida de capitales alcanzó un ritmo mayor al que se presentó en la crisis financiera global, lo que resulta en márgenes más altos para la deuda y en monedas más débiles para los países emergentes.
7. **En este contexto, los bancos centrales, en general, mantienen una política monetaria expansiva,** con bajas tasas de interés e inyecciones de liquidez para asegurar el flujo de financiamiento hacia los diversos segmentos de la economía.

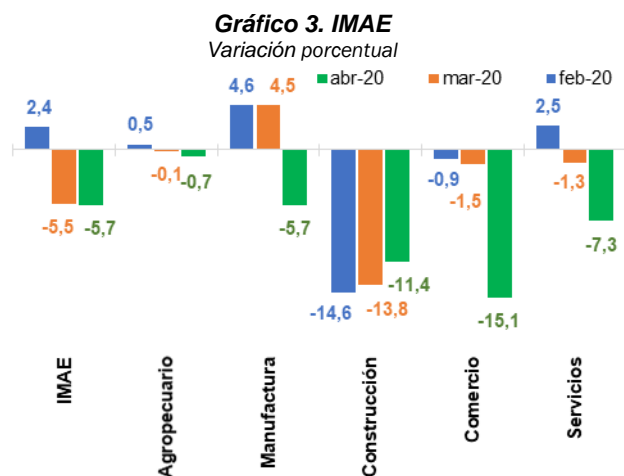
<sup>2</sup> De igual forma, las proyecciones publicadas en junio por los bancos centrales de las principales economías también apuntan a una fuerte contracción económica este año. El Sistema de la Reserva Federal ubica la caída en EUA entre 5,5% y 7,6% en el 2020, con una recuperación entre 4,5% y 6,0% en el 2021. Por su parte, el Banco Central Europeo estima que la producción se contraerá 8,7% en el 2020, con un repunte de 5,2% el próximo año.

<sup>3</sup> Valores superiores a 30 se asocian con alta volatilidad, mientras que valores inferiores a 20 se asocian con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

<sup>4</sup> El rendimiento de los bonos del Tesoro de EUA a 10 años se encuentra por debajo de 1% desde el 20 de marzo de 2020 y alcanzó un nivel de 0,71% el pasado 22 de junio.

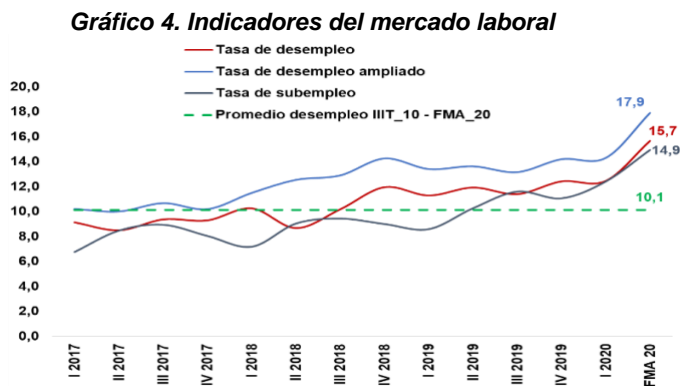
## B. Economía nacional

1. En abril, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) presentó una contracción interanual de 5,7%. La contracción económica fue prácticamente generalizada (11 de las 15 industrias incluidas en el IMAE). Las más afectadas fueron el comercio, la construcción, los servicios y la manufactura. (Gráfico 3)



Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

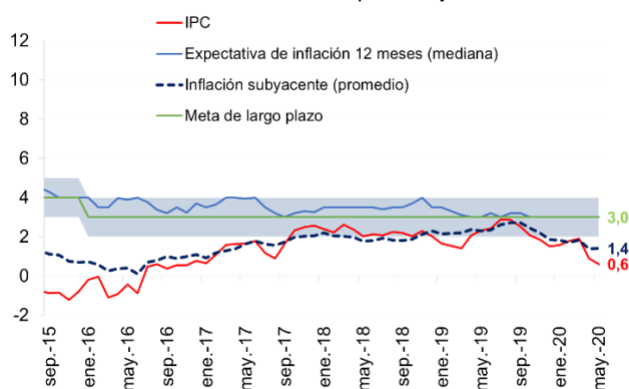
2. En línea con el deterioro de la actividad económica, como era previsible, los resultados de la Encuesta Continua de Empleo reflejan un deterioro en sus distintos indicadores. El desempleo y el subempleo subieron 3,2 y 2,5 p.p. en el trimestre móvil que concluye en abril, con respecto al primer trimestre de 2020. Este deterioro se aprecia con mayor intensidad en el indicador de desempleo ampliado (que adiciona al desempleo aquella población fuera de la fuerza de trabajo, disponible pero desalentada) que registró una tasa de 17,9%, 3,6 p.p. superior al resultado de marzo pasado. (Gráfico 4)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

3. La inflación ha tenido una variación acumulada negativa en los primeros cinco meses del año, como consecuencia de fuerzas desinflacionarias. En mayo la inflación general, medida por la variación interanual del IPC, se ubicó en 0,6%, inferior en 0,3 p.p. con respecto al mes previo. Con este resultado acumuló una variación negativa de 0,2% en el año. (Gráfico 5)

**Gráfico 5. Indicadores de precios**  
Variación interanual en porcentaje



Fuente: BCCR e INEC.

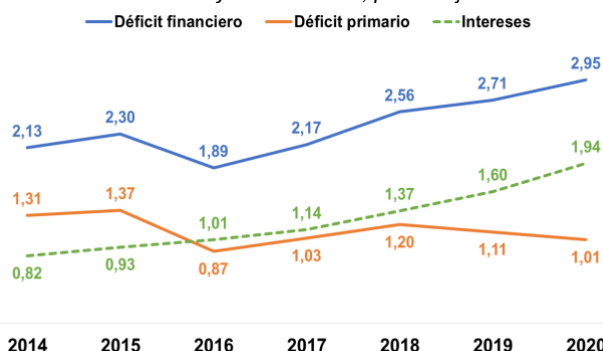
Los pronósticos de inflación indican que, para lo que resta de 2020, esta variable continuará por debajo de 2%, límite inferior del rango de tolerancia para la meta de inflación del Banco Central (3%).

4. Pese a la caída en la demanda externa, en el primer cuatrimestre la balanza comercial de bienes acumuló un faltante (1,6% del PIB) menor al registrado en igual periodo del año pasado (2,6%). Este resultado es producto del buen desempeño mostrado por las ventas externas en el primer trimestre del año y de la fuerte disminución de las compras externas. Sin embargo, los datos de abril reflejan con mayor intensidad el impacto de la pandemia sobre los flujos de comercio del país. Este mes las exportaciones disminuyeron 11,5%, lo cual contrasta con el crecimiento medio de 9,5% observado hasta marzo. Además, se profundizó la caída de las importaciones (en el primer trimestre la reducción media mensual fue de 3,6% y en abril de 18,7%).

Particularmente, la factura petrolera mostró en mayo una reducción de 42,9%. Esta cifra combinó la disminución tanto en la cantidad de barriles como en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos que el país demanda.

5. **En mayo de 2020 se elevó el déficit fiscal, lo que refleja la menor recaudación tributaria por el impacto de la COVID-19 y el mayor gasto por intereses.** En mayo, pese a que el Gobierno acumuló un déficit primario inferior en 0,1 p.p. del PIB al observado en mayo de 2019, su déficit financiero alcanzó un 3,0% del PIB (2,7% un año antes). Este resultado es explicado principalmente por la mayor carga de intereses. El menor deterioro primario refleja los esfuerzos realizados por las autoridades por racionalizar y contener los gastos primarios (que cayeron 5,2%), en un contexto de crisis sanitaria y menores ingresos tributarios<sup>5</sup>. (Gráfico 6).

**Gráfico 6. Gobierno Central**  
**Resultados financiero y primario**  
Acumulado a mayo de cada año, porcentajes del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda.

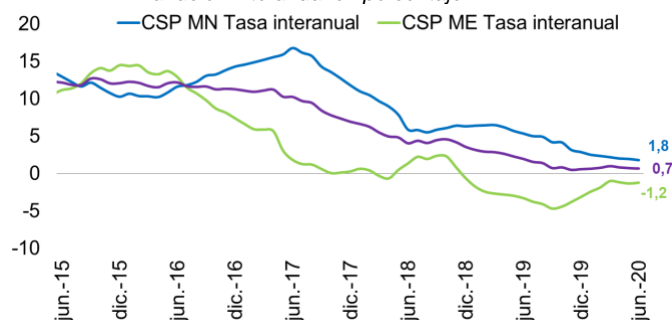
Pese a lo anterior, el Gobierno financió sus necesidades de caja y otras obligaciones sin generar presiones adicionales sobre las tasas de interés locales. Esto refleja la estrategia seguida por el Gobierno de diversificar sus fuentes de financiamiento con créditos externos (en especial, de apoyo presupuestario por parte de organismos multilaterales), además del uso de parte de sus depósitos en el BCCR.

6. **El exceso de liquidez en colones aumentó en el sistema financiero nacional (SFN).** En promedio, el monto total de recursos negociados en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) en colones incrementó en junio (al día 26) un 16% con respecto al promedio de mayo, y más que duplicó el monto negociado en el mismo período del año previo. Esa mayor disponibilidad se manifestó en la posición deudora neta promedio del BCCR en dicho mercado (es decir, su posición de captador neto de recursos), que aumentó de ¢746 mil millones en mayo a ¢867 mil millones al 26 de junio.

<sup>5</sup> En mayo de 2020 los ingresos tributarios cayeron 6,1%, como resultado tanto del menor nivel de actividad económica como de la moratoria tributaria establecida por el Gobierno de la República a raíz de la pandemia.

7. **El crédito al sector privado continúa estancado, congruente con la contracción de la actividad económica y las expectativas pesimistas de los consumidores y empresarios.** Pese a la mayor disponibilidad de liquidez en el SFN y la reducción en las tasas de interés, en junio (al día 12) el crédito al sector privado creció a una tasa anual de 0,7% (2,0% un año antes), de las más bajas desde 1992, con un comportamiento diferenciado según monedas (1,8% en colones y -1,2% en moneda extranjera). (Gráfico 7)

**Gráfico 7. Crédito al sector privado<sup>7</sup>**  
Variación interanual en porcentaje



<sup>7</sup> Sin efecto cambiario.

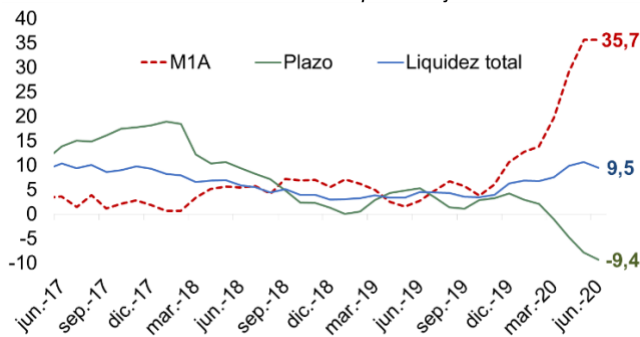
Fuente: BCCR.

8. **La mora en la cartera crediticia se contuvo en abril (2,47%).** Dado la caída en los ingresos de hogares y empresas como consecuencia de las medidas para retardar la velocidad de contagio del COVID-19, era previsible la ampliación de la mora. Sin embargo, los arreglos de pago (readecuaciones y prórrogas) adoptadas por los bancos, así como la oportuna flexibilización normativa del Conassif, contribuyeron a mitigar ese efecto sobre la proporción de la cartera con mora mayor a 90 días y en cobro judicial. Este indicador mostraba un comportamiento creciente desde el 2019.
9. **Los agentes económicos muestran mayor preferencia por instrumentos de ahorro de corto plazo.** El medio circulante amplio<sup>6</sup> presentó en junio una tasa de crecimiento interanual considerablemente mayor a la registrada un año antes (35,7% en comparación con 2,7%); en tanto que el saldo de los instrumentos a plazo se redujo. Este cambio en la composición quedó de manifiesto en la evolución de indicadores amplios (liquidez total y riqueza financiera), que crecieron a tasas moderadas.

<sup>6</sup> Incluye numerario en poder del público e instrumentos financieros altamente líquidos en moneda nacional y extranjera (depósitos en cuenta corriente, ahorro a la vista, cheques de gerencia, cheques certificados y depósitos de plazo vencido).

La mayor preferencia por activos altamente líquidos se estima responde, entre otros, a: i) motivos precautorios, para atender gastos no previstos en el contexto de la pandemia, así como las limitaciones que introducen las medidas de contención sanitaria; ii) la distribución del Bono Proteger (Ley 9840) y el retiro del Fondo de Capitalización Laboral (Ley 9839); y iii) las bajas tasas de interés pasivas, que reducen el costo de oportunidad para los ahorrantes de mantener activos más líquidos. (Gráfico 8)

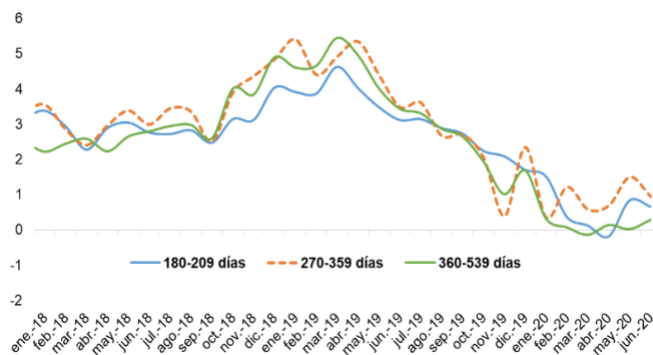
**Gráfico 8. Componentes de la liquidez total<sup>7</sup>**  
Variación interanual en porcentaje



<sup>7</sup> Sin efecto cambiario.  
Fuente: BCCR.

Si bien el premio por ahorrar en colones<sup>7</sup> tendió a reducirse este año, en línea con las menores tasas en colones, se mantiene en terreno positivo. Es decir, existen incentivos en favor de colocar recursos en moneda nacional. (Gráfico 9)

**Gráfico 9. Premio por ahorrar en colones**  
Puntos porcentuales

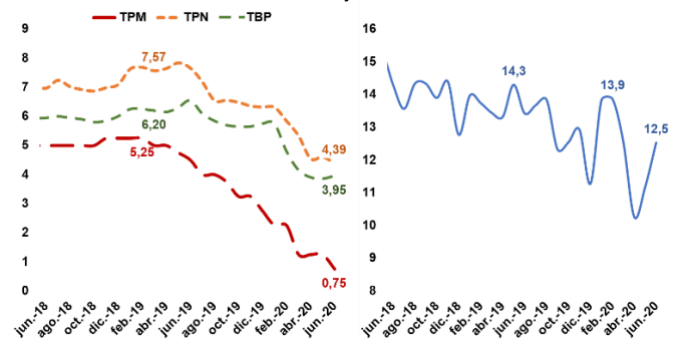


Fuente: BCCR.

<sup>7</sup> Toma como referencia las tasas de interés negociadas por los intermediarios financieros y la expectativa de mercado de variación de tipo de cambio a 6, 9 y 12 meses. Estas expectativas son estimadas a partir de las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional del MH y BCCR, en los mercados primario y secundario locales.

8. **Las significativas reducciones sucesivas en la TPM se han transmitido al resto de tasas de interés del SFN.** En el período comprendido entre marzo de 2019 y junio de 2020, el Banco Central redujo su TPM en 450 p.b. En ese mismo periodo, la Tasa Básica Pasiva se redujo en 225 p.b., la tasa pasiva negociada (TPN) disminuyó 318 p.b., en tanto que la tasa activa negociada (TAN) lo hizo en 180 p.b. (Gráfico 10)

**Gráfico 10. Tasas de interés del SFN**  
Porcentajes



Fuente: BCCR.

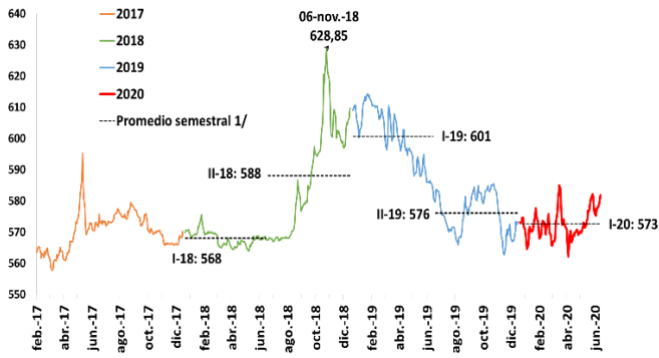
1. **El mercado cambiario se mantiene superavitario y sin eventos de tensión, pese a los efectos globales del COVID-19.** Al 29 de junio el superávit acumulado en el mercado privado de cambios fue de USD 1.235,6 millones, monto superior al observado en igual periodo de años previos.

Este excedente permitió al BCCR realizar compras por un total de USD 992,6 millones para atender los requerimientos de divisas del sector público no bancario (SPNB) y para el programa de compra de divisas autorizado por la Junta Directiva en noviembre del 2019<sup>8</sup>.

En este contexto, el tipo de cambio de Monex al 29 de junio de 2020 fue ¢581,49, con una variación interanual de 0,14% y acumulada anual de 1,44%. (Gráfico 11)

<sup>8</sup> Este programa de compra de divisas (por USD 1.000 millones), tiene una vigencia entre el 27/11/2019 y 31/12/2020. Al 29 de junio, se habían adquirido un total de USD 787,2 millones bajo ese programa.

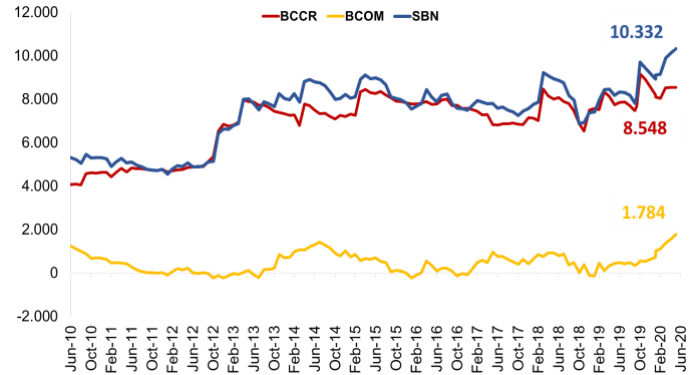
**Gráfico 11. Tipo de cambio del Monex**  
Colones por USD



Fuente: BCCR.

El saldo de RIN al 26 de junio fue de *USD* 8.547,5 millones, equivalente a 13,8% del PIB estimado para el presente año. Este nivel de RIN se considera que provee un blindaje razonable para la economía costarricense. (Gráfico 12)

**Gráfico 12. RIN**  
Millones de USD



Fuente: BCCR.