

Comentario de la Economía Nacional N° 8 - 2020

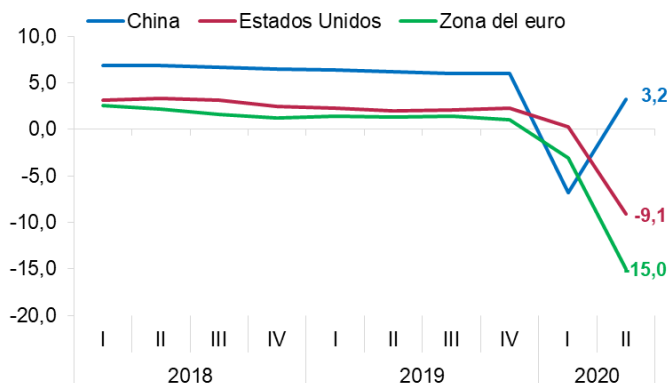
5 de setiembre, 2020

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en su sesión 5953-2020 del 19 de agosto de 2020, analizó la coyuntura macroeconómica internacional y local. Destacaron los siguientes hechos.

A. Economía internacional

1. **La actividad económica global cayó severamente en el segundo trimestre del año por la crisis sanitaria y las medidas adoptadas para contener la pandemia por la COVID-19.** A manera de referencia (Gráfico 1), en Estados Unidos de América (EUA) el producto decreció 9,1% en el segundo trimestre (variación interanual), luego de crecer 0,3% el trimestre previo. En mayor medida esta caída se explica por el menor consumo de los hogares.

Gráfico 1. Actividad económica mundial
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Con base en información publicada en los sitios web de las oficinas de estadística de estos países o regiones.

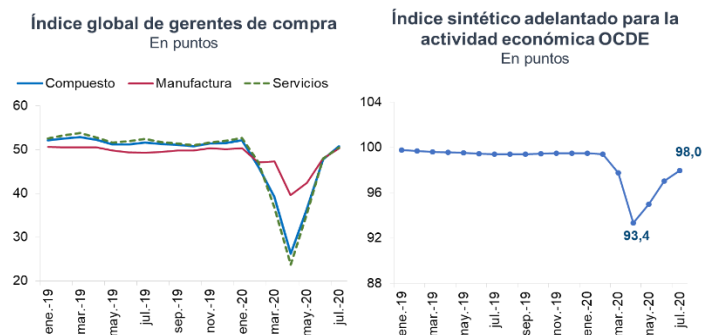
Por su parte, el PIB en la zona del euro disminuyó 15%¹ en el segundo trimestre respecto a igual periodo del año anterior (-3,1% el trimestre previo), con caídas muy significativas en algunas de sus economías (22,1% en España, 19% en Francia, 17,3% en Italia) y algo menos en Alemania (11,7%).

En contraste, la producción en China, luego de registrar en el primer trimestre una contracción interanual de 6,8%, mostró una rápida recuperación interanual en el segundo trimestre (3,2%), asociada a la flexibilización de las medidas de confinamiento y la gradual reactivación del ritmo empresarial desde marzo pasado.

2. **El mercado laboral también refleja el efecto de las medidas para contener la propagación de la COVID-19.** En EUA la tasa de desempleo se ubicó en 10,2% en julio, menor a la registrada el mes previo (11,1%), aunque se mantiene en niveles muy altos con respecto a los observados antes de la pandemia (en torno a 3,6%²). En la zona del euro y en China este indicador se ubicó en 7,8% y 5,7% en junio (7,7% y 5,9% en mayo), respectivamente.

3. **Algunos indicadores adelantados de la actividad económica dan signos de recuperación, conforme los países flexibilizan las restricciones sanitarias.** Así por ejemplo (Gráfico 2), el Índice mundial de gerentes de compra³ de julio de 2020 mostró niveles por encima de 50, lo que indica expansión. El índice compuesto se ubicó en 50,8 puntos (47,8 puntos en junio) y los componentes de manufactura y servicios registraron 50,3 y 50,5 puntos, respectivamente (47,9 y 48,0 puntos el mes previo).

Gráfico 2. Indicadores adelantados de actividad



Fuente: Sitios web de Oficinas de Estadística.

Cabe indicar que la actividad de los servicios mostró mayor deterioro que la manufactura en el periodo en que las medidas sanitarias fueron más severas (abril de 2020).

¹ Segunda estimación.

² Promedio de febrero de 2019 a febrero de 2020.

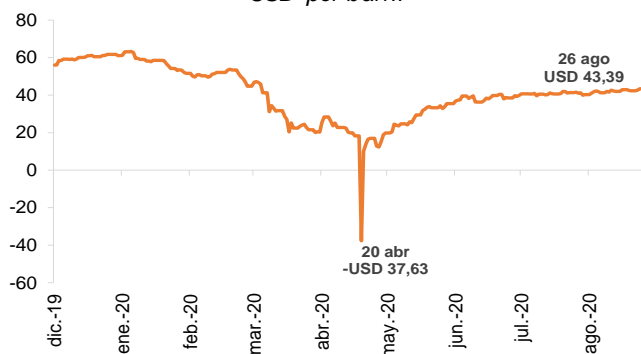
³ Se obtiene a partir de encuestas al sector privado realizadas por Markit Group, mediante el seguimiento de variables como la producción, nuevos

pedidos, empleo y precios en los sectores clave. El nivel de 50 separa una expansión de una contracción económica.

De manera similar, el Índice sintético adelantado para la actividad económica de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)⁴ aumentó por tercer mes consecutivo hasta ubicarse en 98 puntos en julio de 2020, luego de haber registrado 93,4 en abril pasado.

4. **El precio del West Texas Intermediate (WTI) acumuló una caída de 28,9% en lo que transcurre de 2020 (al 26 de agosto), aunque en las últimas semanas presenta un ligero repunte (Gráfico 3), explicado tanto por factores de oferta (reducción de la producción de la OPEP⁵ y menores inventarios en EUA) como de demanda (señales de recuperación congruente con la flexibilización de las medidas sanitarias).**

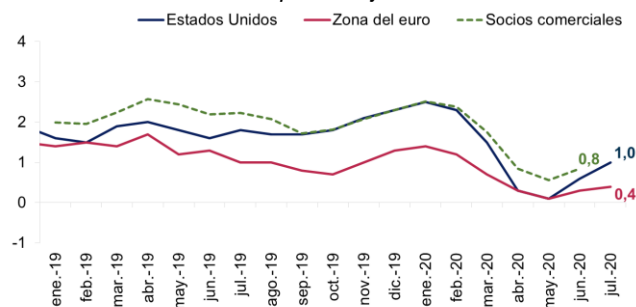
Gráfico 3. Precio del crudo WTI
USD por barril



Fuente: Bloomberg, al 26-8-20.

5. **La débil demanda mundial y los precios del petróleo más bajos, mantienen contenida la inflación.** La inflación en EUA (Gráfico 4), medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), pasó de 0,6% en junio a 1,0% en julio de 2020, lo que se explica principalmente por el aumento en el precio de la energía. En la zona del euro, aún no se evidencia este efecto, ya que registró 0,4% en julio (0,3% en junio), de acuerdo con la estimación de la Eurostat. La evolución de estos indicadores quedó de manifiesto en una inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica de 0,8% en junio (interanual).

Gráfico 4. Tasas de inflación
En porcentajes



Fuente: Sitios web de los bancos centrales.

6. **Los bancos centrales continúan con una política monetaria expansiva y con la ampliación de programas de compra de activos.** Con el objetivo de mantener la estabilidad del sistema financiero y de mitigar en parte los efectos que las medidas de contención sanitaria han tenido sobre la actividad económica y el empleo, los bancos centrales han reducido significativamente sus tasas de política monetaria y han inyectado liquidez adicional para asegurar el flujo de financiamiento a los diversos sectores, mediante facilidades crediticias y programas de compra de valores.
7. **La volatilidad de los mercados financieros internacionales muestra el menor nivel desde que inició la pandemia.** En efecto, la relativa estabilidad bursátil se reflejó en el índice sobre la volatilidad esperada en los mercados financieros en los próximos 30 días (VIX⁶), que se ubicó en 23,3 puntos el 26 de agosto (Gráfico 5), muy por debajo de los 83 puntos que alcanzó el 16 de marzo.

Gráfico 5. Índice del VIX
En puntos



Fuente: Bloomberg, al 26-8-20.

⁴ Está diseñado para predecir puntos de giro en el ciclo económico. Se construye con indicadores de corto plazo sobre: PIB, producción industrial y de materias primas, percepción de consumidores y empresarios, indicadores de manufactura como entregas, inventarios y nuevas órdenes, construcción, comercio local y mundial, mercado laboral, precios al productor y al consumidor, agregados monetarios, tasas de interés variables financieras y tipos de cambio.

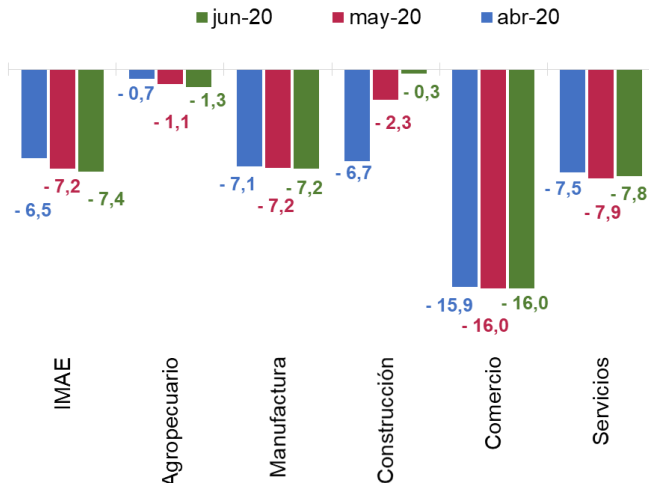
⁵ Organización de Países Exportadores de Petróleo y productores externos al bloque. Fuera de la OPEP están: Rusia, México, Bolivia, Omán y Azerbaiyán, entre otros.

⁶ Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

B. Economía nacional

1. **En junio de 2020 la caída en la producción fue generalizada.** La variación interanual de la serie tendencia ciclo del IMAE (Gráfico 6) se ubicó en -7,4%⁷, con una tasa media de -3,7% y una variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada de -26,6%.

Gráfico 6. IMAE
Variación porcentual



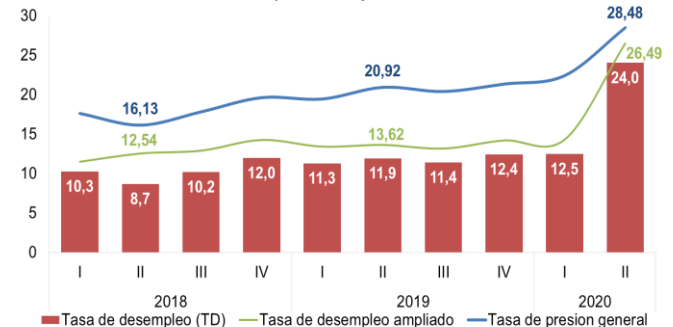
Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Consecuente con las características de las medidas de contención sanitaria, las mayores reducciones se observaron en los servicios de alojamiento y suministro de comida (59,5%), transporte y almacenamiento (27,7%), comercio y reparación de vehículos (16%).

2. **La contracción de la actividad económica provocó un deterioro aún mayor del mercado laboral.** Según la Encuesta Continua de Empleo del INEC, en el segundo trimestre los ocupados disminuyeron en 438 mil personas y los desocupados aumentaron en 256 mil personas, con lo que la tasa de desempleo alcanzó un 24% (11,9% un año antes), desmejora que también quedó de manifiesto en los indicadores de subempleo (20,5%) y desempleo ampliado (26,5%)⁸.

Dado lo anterior, en ese trimestre la tasa neta de participación⁹ fue 57,6% (63% un año antes), lo que elevó la tasa de inactividad (de 37% en 2019 a 42,4%). También aumentó la tasa de presión general, que refleja la suma de los desempleados y de los ocupados interesados en cambiar de empleo (Gráfico 7).

Gráfico 7. Indicadores del mercado laboral
En porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

Las actividades económicas con mayores disminuciones en la ocupación fueron: comercio y reparación de vehículos (71,6 mil personas), hogares como empleadores (69,7 mil personas), hoteles y restaurantes (66,8 mil personas) y construcción (61,9 mil personas).

3. **Aumentan las presiones desinflacionarias como resultado de la menor demanda agregada y deterioro del mercado laboral.** En julio de 2020 la inflación general (Gráfico 8), medida con la variación interanual del IPC, se ubicó en -0,2%¹⁰ (0,3% el mes previo), y con ello la variación anual acumulada fue nula. Por otra parte, el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue de 0,9% (1,3% en junio).

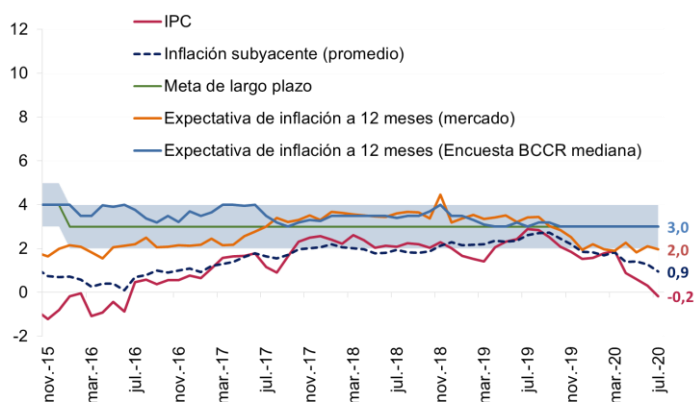
⁷ Esta situación se presentó tanto en las empresas de regímenes especiales (11,6%) como en las del régimen definitivo (-6,6%).

⁸ El subempleo se refiere a las personas ocupadas que trabajan menos de 40 horas por semana y desean trabajar más horas. Por su parte, el desempleo ampliado incluye a la población desempleada más la población fuera de la fuerza de trabajo disponible que está desalentada (es decir, que desistió de buscar trabajo).

⁹ Fuerza de trabajo entre población de 15 años o más.

¹⁰ En julio de 2020, de los 12 grupos que conforman el IPC, 8 presentaron aumentos de precios. Los grupos con mayor aporte a la variación mensual del IPC en julio (0,26%) fueron: alimentos y bebidas no alcohólicas (0,18 p.p.) y transporte (0,08 p.p.). Por otra parte, de los 315 bienes y servicios que integran la canasta del IPC, el 54% aumentó de precio, 33% disminuyeron de precio y 13% no presentaron variación.

Gráfico 8. Indicadores de precios
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR e INEC.

En lo que transcurre del año, la inflación general y la subyacente han permanecido por debajo de la meta de inflación del BCCR (3% ± 1 p.p.), con un valor promedio de 1,0% y 1,5%, respectivamente. A partir de marzo aumentaron las presiones desinflacionarias, por la baja inflación mundial y la contracción de la demanda agregada, ambos factores influidos por los efectos de la pandemia. Aunado a lo anterior, la variación interanual negativa de julio reflejó también el efecto base de la introducción del IVA en julio de 2019.

Además, en julio los distintos valores estadísticos (moda, mediana y promedio) de las expectativas de inflación a 12 meses según la encuesta mensual del BCCR se ubicaron en torno a 3,0%, mientras el nivel de las expectativas de mercado se mantiene en torno al límite inferior del rango de tolerancia.

4. Los flujos de comercio exterior del segundo trimestre de 2020 evidencian una mayor contracción, producto de las medidas de contención sanitaria aplicadas tanto local como internacionalmente. En efecto, en el segundo trimestre las ventas externas revirtieron el dinamismo que mostraron hasta marzo (caída de 12%, que contrasta con el crecimiento medio de 8,4% del primer trimestre) y las compras externas cayeron en mayor medida (17,9%), luego de reducirse 3,6% en el trimestre previo.

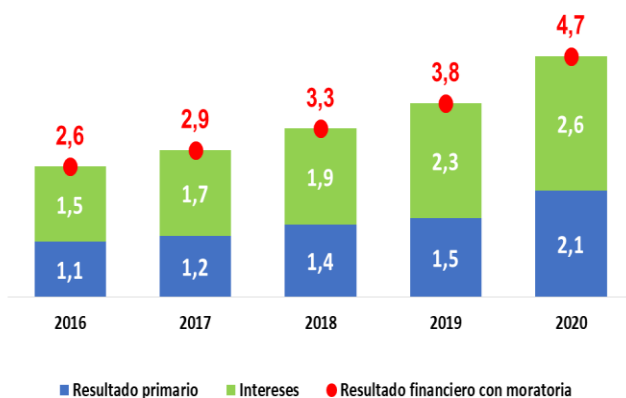
Con estos resultados, en el primer semestre de 2020 la balanza comercial de bienes acumuló una brecha negativa equivalente a 2,5% del PIB (3,6% en junio de 2019). Este resultado se explica por la reducción de 2,2% y 10,9% en las ventas y compras externas, en

igual orden, y guarda relación con los efectos adversos de la COVID-19 sobre los flujos de comercio internacional, pero que en el caso costarricense, ha incidido en una mayor reducción de las importaciones de bienes¹¹. Cabe agregar que la amplia diversificación de los productos de exportación es un factor que ha atenuado el efecto negativo de la pandemia sobre las ventas externas.

5. En julio de 2020, la caída en ingresos tributarios y el aumento en los gastos, ubicaron el déficit financiero en 4,7% del PIB. El efecto de la emergencia sanitaria sobre la actividad económica y la aplicación de la moratoria tributaria (Ley 9830), generaron a julio una caída interanual de 11,4% en los ingresos tributarios. Adicionalmente, a pesar del otorgamiento de subsidios para dar alivio a grupos de población fuertemente afectados por la COVID-19 y el mayor pago de intereses (11,3% de crecimiento interanual), los gastos totales decrecieron 0,3%.

Dado lo anterior, el déficit financiero se ubicó en 4,7% del PIB (3,8% un año antes) y el déficit primario aumentó de 1,5% del PIB en julio de 2019 a 2,1% un año después (Gráfico 9). Sin embargo, si se ajustaran los ingresos por el impacto de la moratoria tributaria (0,7% del PIB), la recaudación tributaria habría caído 1,5% y con ello el déficit financiero habría sido 4,0% del PIB y el déficit primario 1,4% del PIB.

Gráfico 9. Gobierno Central
Resultados financiero y primario
Acumulados a julio de cada año, porcentajes del PIB



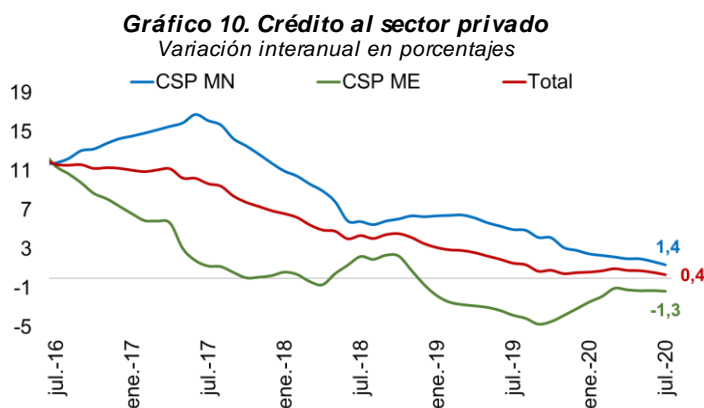
Fuente: Ministerio de Hacienda.

¹¹ Particularmente, la factura petrolera ascendió a USD 450 millones, con una contracción interanual de 44,5%, resultado que combinó la reducción del precio promedio de la mezcla de hidrocarburos (de 29,6%) con la caída

en la cantidad de barriles importados (de 21,1%), principalmente de gasolina y diésel.

El financiamiento del mayor déficit fiscal no generó presiones adicionales sobre las tasas de interés locales, debido a la estrategia seguida por el Gobierno para 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. En este contexto, el crédito al sector privado continúa estancado y prevalece la preferencia de los agentes económicos por ahorrar en activos financieros altamente líquidos, en detrimento de los instrumentos a plazo. El crédito al sector privado (CSP) creció a una tasa anual de 0,4% en julio de 2020 (1,6% un año antes), de las más bajas desde 1992, y mantiene un comportamiento diferenciado según monedas (1,4% en colones y -1,3% en moneda extranjera, Gráfico 10).



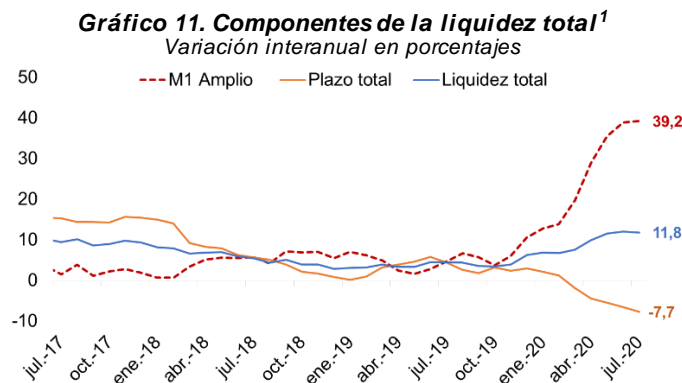
Fuente: BCCR.

Por su parte, los agregados monetarios amplios, como la liquidez total (LT) y la riqueza financiera total (RFT), crecieron 11,8% y 7,5%, respectivamente, en julio (Gráfico 11). Su composición refleja la preferencia de los agentes económicos por instrumentos altamente líquidos, ya que el medio circulante ampliado aumentó un 39,2%, mientras que la captación a plazo cayó un 7,7%.

Este comportamiento se estima que responde, entre otros, a:

- i) Motivos precautorios, para cubrir gastos no previstos en el contexto de la pandemia, así como limitaciones propias de las medidas de contención sanitaria.

- ii) La distribución del Bono Proteger (Ley 9840) y el retiro del Fondo de Capitalización Laboral (Ley 9839).
- iii) Las bajas tasas de interés pasivas, que reducen el costo de oportunidad para los ahorrantes de mantener activos más líquidos.

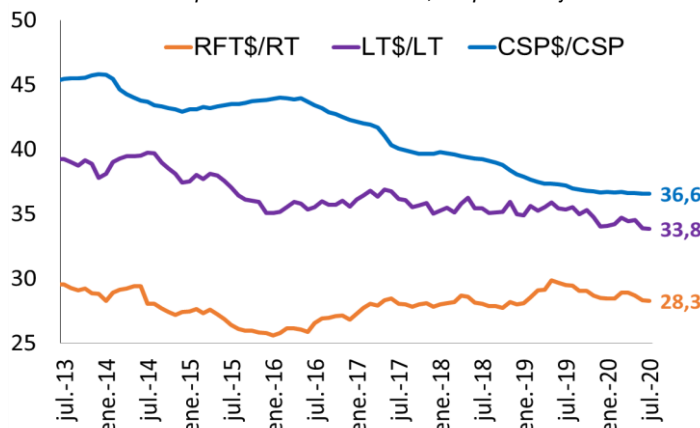


¹ Sin efecto cambiario.

Fuente: BCCR.

El premio por ahorrar en colones, si bien ha bajado, permanece en terreno positivo, lo que ha ayudado a mantener la tasa de dolarización del ahorro financiero relativamente constante (Gráfico 12). Cabe señalar que ese premio¹² toma como referencia la expectativa de variación cambiaria de mercado, que se extrae de las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional, realizadas en mercado primario y secundario locales.

Gráfico 12. Indicadores de dolarización financiera
Participación relativa de USD, en porcentajes

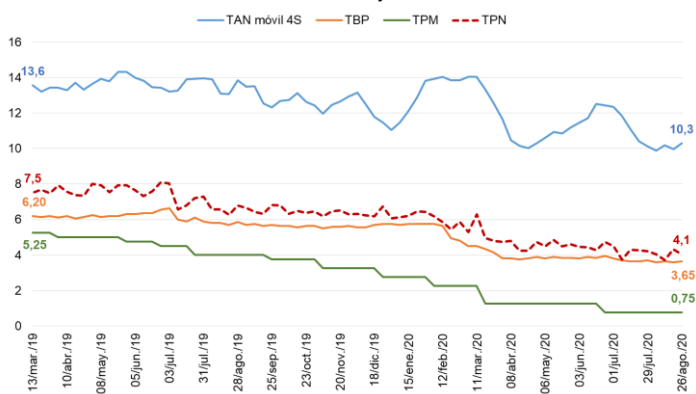


Fuente: BCCR.

¹² 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.

7. **Las reducciones de la TPM (acumulado de 450 p.b., entre 2019 y 2020) se han transmitido hacia las tasas de interés del sistema financiero (SFN), para las diferentes actividades y plazos.** En colones, la Tasa Activa Negociada (TAN)¹³ y la Tasa Pasiva Negociada (TPN)¹⁴ del SFN se redujeron en 330 p.b. y 340 p.b., respectivamente entre marzo de 2019 y agosto de 2020 (Gráfico 13). En el caso de la TAN, la mayor reducción se observó en las tasas de consumo personal, servicios y turismo, en tanto que en la TPN, la caída se concentró en plazos menores a 180 días.

Gráfico 13. Tasas de interés del SFN^{1/}
Porcentajes



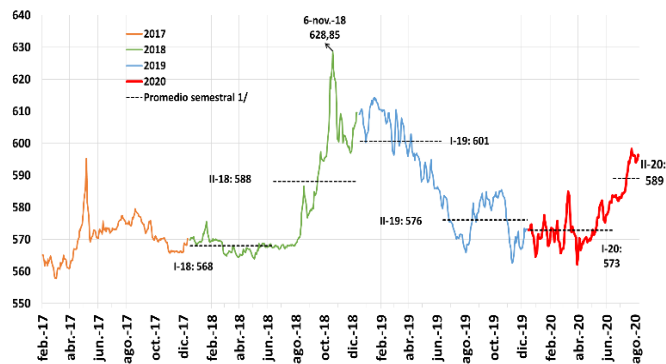
^{1/}TAN: corresponde a un promedio móvil de las tasas activas negociadas de 4 semanas.
Fuente: BCCR.

El SFN continúa con una alta disponibilidad de recursos líquidos, especialmente en colones, aunque bajó en semanas recientes, consecuente con el efecto monetario contractivo asociado a la venta de divisas, principalmente para atender el requerimiento del sector público no bancario. En particular, en el MIL el costo medio de la liquidez fue 0,7% en julio de 2020 (4,75% en julio de 2019); igual comportamiento se presentó en el MEDI, pues la tasa de interés en este mercado bajó de 4,1% a 1,95% en el mismo período.

8. **La menor disponibilidad de divisas en esta época del año, explicada en parte por la estacionalidad que caracteriza al mercado cambiario, se corresponde con un moderado movimiento al alza en el tipo de cambio observado a partir de julio.** En el primer trimestre del presente año el promedio diario del superávit del mercado fue de *USD* 13,1 millones, en tanto que para el segundo trimestre, tanto por factores estacionales como por efectos de las medidas de contención sanitaria, este superávit se redujo a *USD* 6,3 millones. Recientemente, entre julio y agosto de 2020

(al día 26) este superávit fue en promedio de *USD* 2,6 millones diarios, situación que se reflejó en una tasa de variación interanual del tipo de cambio de 4,9%, mientras que en marzo y junio pasados las tasas interanuales fueron de -3,4% y 0,5%, en ese orden (Gráfico 14). En este periodo, las variaciones en la posición en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios mitigaron en parte las tensiones al alza en el tipo de cambio.

Gráfico 14. Tipo de cambio del Monex
Colones por USD



Fuente: BCCR.

Por su parte, en lo que transcurre de 2020 (al 27 de agosto) el BCCR ha realizado ventas por estabilización por *USD* 17 millones, de los cuales *USD* 10 millones fueron del 11 al 14 de este mes, intervención que ha sido inferior a la realizada en igual número de días hábiles de los dos años anteriores, de *USD* 73,9 millones y *USD* 65,5 millones, en su orden, para 2018 y 2019.

Al 25 de agosto de 2020, el saldo de RIN alcanzó *USD* 7.940 millones (13,2% del PIB). En términos de otros indicadores este acervo equivale a 7,6 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 1,3 veces el saldo de la base monetaria ampliada.

Cabe agregar que, en lo que transcurre del año (al 14 de agosto), los bancos comerciales aumentaron su tenencia de activos externos netos en *USD* 1.360,7 millones, lo cual ocurre porque la captación en dólares continúa y el crédito al sector privado en moneda extranjera cae, lo que da lugar al aumento en los activos de reserva de los intermediarios cambiarios.

¹³ Tasa de interés negociada por las OSD con sus clientes por operaciones de crédito.

¹⁴ Tasa de interés negociada por las OSD con sus clientes por operaciones de captación.