

Comentario de la Economía Nacional N° 9 - 2020

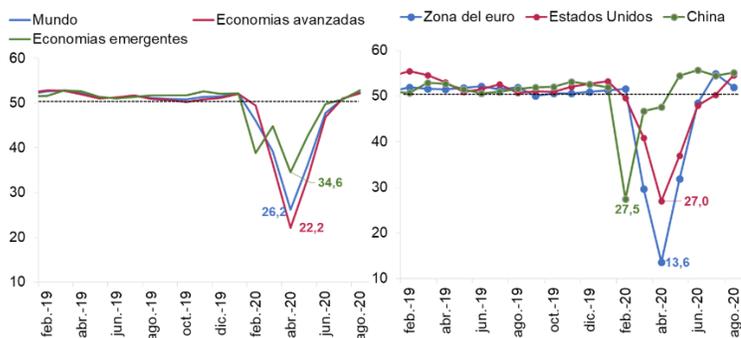
2 de octubre, 2020

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 5958-2020 del 16 de setiembre de 2020, analizó la coyuntura macroeconómica internacional y nacional. Con base en ese análisis, tomó la decisión de mantener el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,75% y con ello continuar con una postura monetaria expansiva y contracíclica. Del análisis realizado destacaron los siguientes hechos¹.

A. Economía internacional

1. Los indicadores adelantados de actividad económica sugieren que la economía internacional continúa recuperándose. El Índice Compuesto de Gerentes de Compra (Gráfico 1) presentó en agosto niveles que apuntan a una expansión en China, Estados Unidos (EUA) y zona del euro, aunque con aceleraciones inferiores a las observadas en mayo y junio. Este comportamiento se aprecia también en los índices agregados tanto para las economías avanzadas como para las emergentes.

Gráfico 1. Índice compuesto de gerentes de compra¹
En puntos



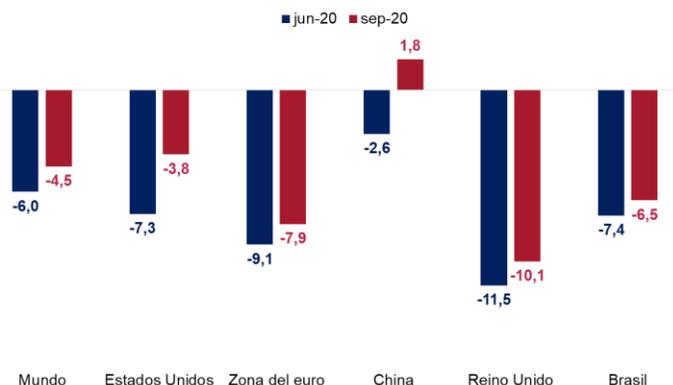
¹ El índice de gerentes de compra se obtiene a partir de encuestas realizadas por Markit Group. El nivel de 50 separa una expansión de una contracción económica.

Fuente: Bloomberg.

2. Con base en el mejor desempeño observado, en setiembre la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) revisó al alza sus proyecciones de crecimiento mundial para el 2020, en relación con las de junio pasado. En junio, la OCDE pronosticó un decrecimiento global de 6,0% para este año, previsión que un trimestre después pasó a una contracción de 4,5% (con una recuperación de 5,0% para el 2021).

Esta revisión responde principalmente a resultados mejores a los esperados para China y EUA en el primer semestre de 2020. Así, las proyecciones para estos países pasaron de -2,6% y -7,3% en junio a 1,8% y -3,8% en setiembre, respectivamente (Gráfico 2).

Gráfico 2. Proyecciones de crecimiento para 2020
Variación anual en porcentajes



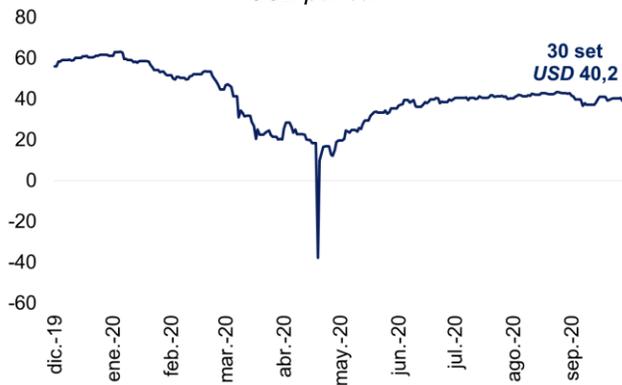
Fuente: OCDE.

3. El precio del petróleo se ha mantenido relativamente estable desde junio, con una ligera reducción en setiembre. El precio promedio de contado del barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI) en setiembre fue de USD 39,6, con una disminución del 6,1% respecto a la cotización media de agosto. Cabe indicar que la caída se presentó en la segunda semana de setiembre y estuvo asociada a los siguientes factores: la expansión de la COVID-19, los precios más bajos en Medio Oriente y la preocupación general por la recuperación de la demanda de petróleo, y el alza inesperada en los inventarios de crudo de EUA (más de 3 millones) en la semana finalizada el 4 de setiembre.

¹ Es importante indicar que la información presentada en este informe para las diferentes variables macroeconómicas se actualizó después de la sesión 5958-2020.

Para el 2020 como un todo, el precio del WTI (Gráfico 3) presenta una caída acumulada de 36% (respecto a diciembre de 2019), explicada principalmente por la contracción económica mundial y la incertidumbre en torno a la recuperación económica.

Gráfico 3. Precio del crudo WTI
USD por barril



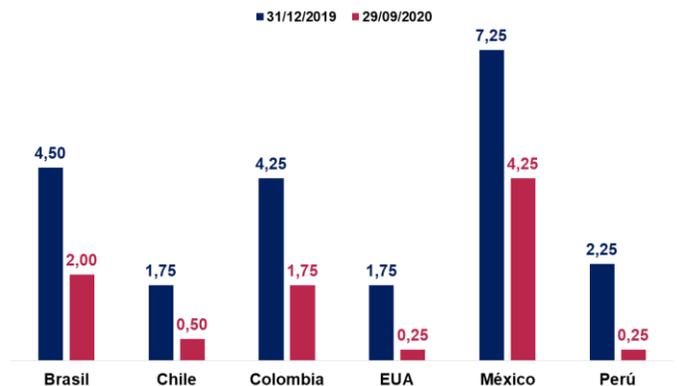
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el precio de la mezcla de hidrocarburos que importa el país presentó a agosto de 2020 una disminución anual acumulada de 34,2%. Ello, aunado a una caída de 11,4% en el volumen de barriles importados, se reflejó en una reducción de la factura petrolera de 42% en términos acumulados con respecto a igual periodo del año previo.

- La débil demanda mundial y los menores precios del petróleo mantienen contenida la inflación mundial.** La inflación en EUA, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), pasó de 1% en julio a 1,3% en agosto de 2020, mientras que en la zona del euro se registró en agosto una variación interanual del IPC de -0,2% (0,4% en julio), según la estimación de Eurostat. Las tasas observadas en ambas economías están muy por debajo de los objetivos de inflación de sus bancos centrales.
- En este contexto, los bancos centrales continúan con una política monetaria expansiva.** Con el objetivo de contribuir a la estabilidad del sistema financiero y apoyar la recuperación económica, los bancos centrales

mantiene sus posturas expansivas de política monetaria, mediante bajas tasas de política monetaria (Gráfico 4).

Gráfico 4. Tasas de política monetaria
Porcentajes



Fuente: Bloomberg.

Además, han anunciado su intención de mantener bajas tasas de interés por un periodo prolongado hacia adelante, como una forma de guiar las expectativas. También han mantenido programas de compra de valores e inyección de liquidez adicional para asegurar el flujo de financiamiento a los sectores público y privado.

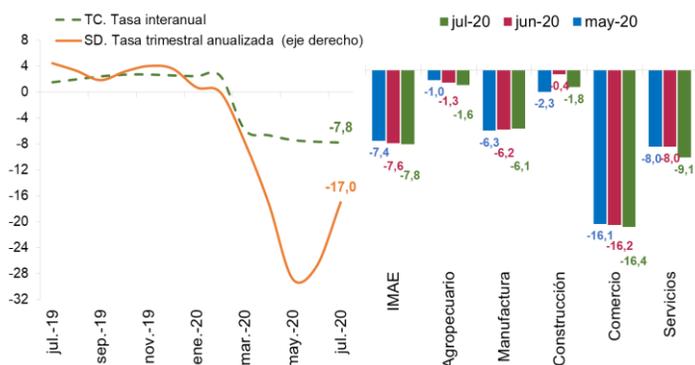
- La volatilidad en mercados financieros internacionales ha aumentado moderadamente.** El índice sobre la volatilidad esperada en los mercados financieros en los próximos 30 días (VIX²) aumentó para ubicarse en 28,0 puntos el 2 de octubre, como consecuencia de la incertidumbre por el aumento en la tasas de contagio de la COVID-19 en países europeos, las elecciones en EUA y el recrudecimiento de tensiones comerciales entre ese país y China. Sin embargo, esos niveles están muy por debajo de los 82,7 puntos que alcanzó el 16 de marzo pasado, unos días después de que la Organización Mundial de la Salud (OMS) oficialmente declaró pandemia a la COVID-19.

² Valores superiores a 30 indican una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 reflejan períodos de relativa estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

B. Economía nacional

1. En julio de 2020, la actividad económica en Costa Rica cayó 7,8% en términos interanuales, para una tasa de variación media anual de -4,3%, con base en la serie de tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE). La tasa de variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad fue de -17%, mucho menor a la registrada en mayo, lo que indica que el ritmo de contracción económica disminuye (Gráfico 5).

Gráfico 5. IMAE
Variación porcentual



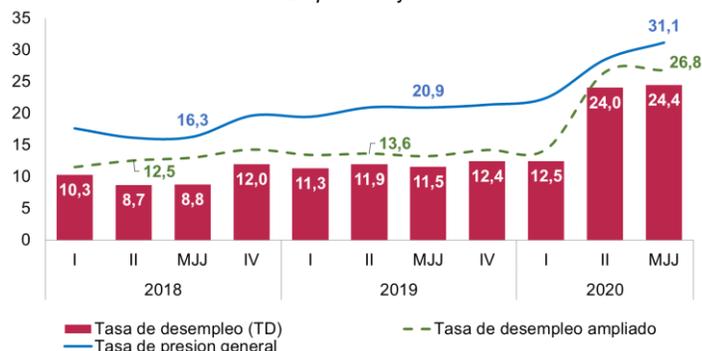
Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

Las actividades de hoteles y restaurantes, transporte y almacenamiento y comercio continúan mostrando la mayor afectación.

2. Congruente con la contracción de la actividad económica, el desempleo continúa en niveles históricamente altos. Según la Encuesta Continua de Empleo del INEC (Gráfico 6), al comparar el trimestre móvil mayo, junio y julio de 2020 (MJJ-20), con el mismo período de 2019, los ocupados disminuyeron en 475 mil personas y los desocupados aumentaron en 270 mil personas, con lo cual la tasa de desempleo se ubicó en 24,4% (comparada con 11,5% en MJJ-19 y con 24% en el trimestre móvil a junio del 2020)³.

Por su parte, la tasa neta de participación fue 57,1%, valor inferior al registrado un año antes (63%), y reflejó una tasa de inactividad de 42,9% (37% en MJJ-19).

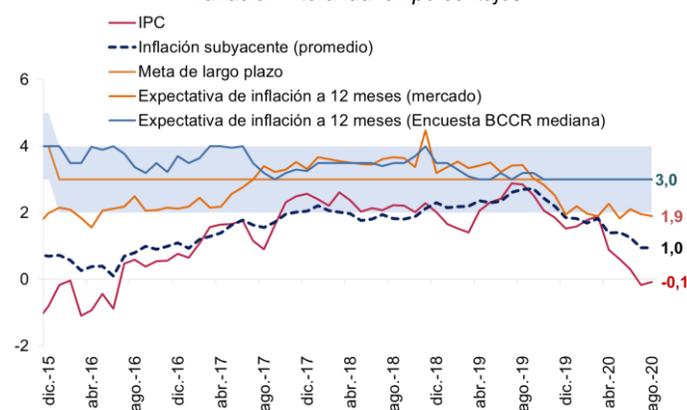
Gráfico 6. Indicadores del mercado laboral
En porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

3. La contracción económica y el alto desempleo contribuyeron a mantener las presiones desinflacionarias. En agosto de 2020 la inflación general, medida con la variación interanual del IPC (Gráfico 7), se ubicó en -0,1% (-0,2% el mes previo) y con ello la variación anual acumulada fue nula por segundo mes consecutivo. Por otra parte, el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue de 1,0% (0,9% en julio). En lo que transcurre del año, tanto la inflación general como la subyacente han permanecido por debajo del rango de tolerancia de la meta de inflación del BCCR, con valores medios de 0,9% y 1,4%, respectivamente.

Gráfico 7. Indicadores de precios
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR e INEC.

³ De igual forma, en MJJ-20, los indicadores de presión general (desempleados más empleados que buscan cambiar de trabajo) y de desempleo ampliado (porcentaje de la población desempleada

más la población fuera de la fuerza de trabajo disponible desalentada respecto a la fuerza de trabajo), alcanzaron tasas de 31,1% y 26,8%, respectivamente.

Desde abril pasado se registra una agudización de las presiones desinflacionarias, debido a la baja inflación mundial y a la caída de la demanda agregada. Además, la variación interanual negativa del IPC en julio y agosto reflejó también el efecto base de la introducción del impuesto al valor agregado en julio de 2019.

Las expectativas de inflación a 12 meses se mantuvieron estables en setiembre, en torno a 3% las obtenidas de la encuesta mensual del BCCR (esto es, ancladas a la meta de inflación) y alrededor del 1,5% para las expectativas de mercado⁴.

4. La balanza comercial de bienes acumuló a agosto de 2020 un déficit equivalente a 3,1% del PIB (4,8% en igual periodo de 2019). El menor desbalance de 2020 es resultado de la mayor reducción en las compras externas (11,5%) que en las ventas (1,7%) como consecuencia de la pandemia.

Destacó la recuperación en las ventas de productos de empresas del régimen especial, que aumentaron 2,3% en el periodo julio-agosto (desde una reducción de 13,4% en el segundo trimestre), mientras que hubo una moderación en la reducción de las ventas de las empresas del régimen definitivo (-4,3%, desde -10,1% en los tres meses previos). Este resultado guarda relación con la recuperación de la actividad económica en EUA y Europa, toda vez que las ventas dirigidas a Centroamérica y Panamá profundizan la contracción mostrada en los meses previos.

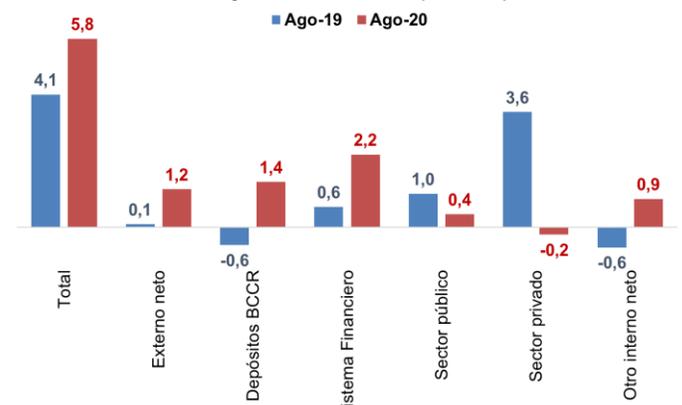
En las importaciones destaca la contracción de la factura petrolera, que combina caídas tanto en la cantidad de barriles como en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos, según lo indicado en el apartado A.3.

5. La pandemia ha llevado a un drástico deterioro de las finanzas públicas. En los ocho meses a agosto de 2020, los ingresos totales y tributarios acumulados registraron caídas interanuales de 11,8% y 11,5% respectivamente. Las reducciones son de 4,8% y 3,7%, en ese orden, si se ajusta por el impacto de la moratoria tributaria (Ley 9830), aplicada hasta junio pasado. En el caso de los gastos totales, el menor crecimiento observado a agosto (de 2,6% contra 12,1% un año antes) estuvo determinado por la caída de 2,3% de los gastos primarios, que compensó el mayor gasto por intereses (23,3%).

Dado lo anterior, el déficit financiero alcanzó un 5,8% del PIB (4,1% en agosto de 2019) y el déficit primario fue 2,5% (ambas cifras ajustadas por la moratoria serían de 5,1% y 1,8%, respectivamente).

No obstante, el mayor financiamiento requerido por el Gobierno (Gráfico 8) para atender sus obligaciones financieras no presionó al alza las tasas de interés locales, pues la Tesorería combinó el acceso a créditos externos con el uso de parte de sus depósitos en BCCR.

Gráfico 8. Gobierno Central: financiamiento neto requerido
Acumulado a agosto de cada año, porcentajes del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Como consecuencia del deterioro en las finanzas públicas, el saldo de la deuda del sector público global y del Gobierno Central alcanzó a representar en agosto de 2020 un 81,5% y 64,8% del PIB, respectivamente (comparado con 71% y 55,9% en igual mes de 2019).

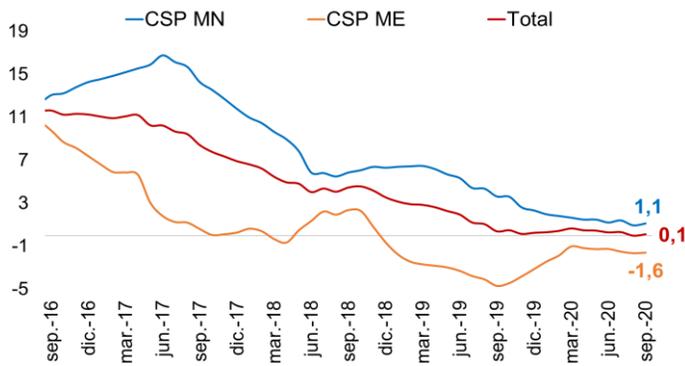
6. El crédito al sector privado continúa estancado y prevalece la preferencia por ahorrar en activos financieros altamente líquidos. El saldo de crédito al sector privado mostró un crecimiento anual casi nulo (Gráfico 9) en setiembre de 2020 (0,4% un año antes); esto es, los nuevos créditos apenas compensan los créditos vencidos. Por monedas se observa un comportamiento diferenciado (variaciones de 1,1% en colones y -1,6% en moneda extranjera).

Este estancamiento del crédito refleja la incertidumbre de las instituciones financieras y los potenciales deudores sobre la profundidad y duración de la pandemia y el horizonte para la recuperación de los ingresos.

⁴ Calculadas a partir de la información de los rendimientos de bonos de deuda interna en colones del MH y BCCR. Mayor detalle en Segura-Rodríguez, C. (2019). Expectativas de inflación en el

mercado de deuda soberana costarricense: ¿están ancladas? Documento de Trabajo N° 07-2019, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

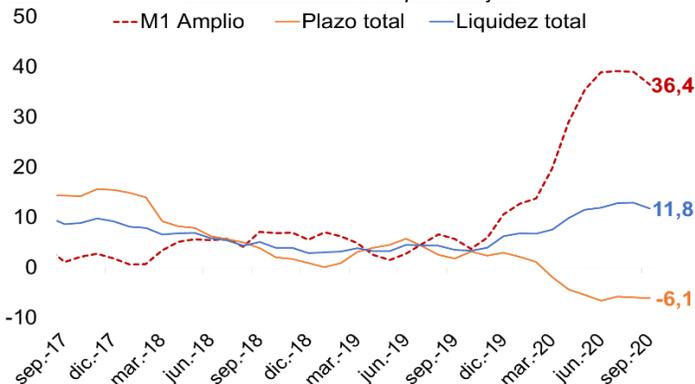
Gráfico 9. Crédito al sector privado
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR.

Los agregados monetarios amplios, como la liquidez total y la riqueza financiera total, presentaron en setiembre tasas anuales de variación de 11,8% y 7,8%, respectivamente. Su composición refleja la preferencia de los agentes económicos por instrumentos altamente líquidos: el crecimiento anual del medio circulante ampliado fue de 36,4%, mientras la captación total a plazo cayó 6,1% (Gráfico 10).

Gráfico 10. Componentes de la liquidez total¹
Variación interanual en porcentajes

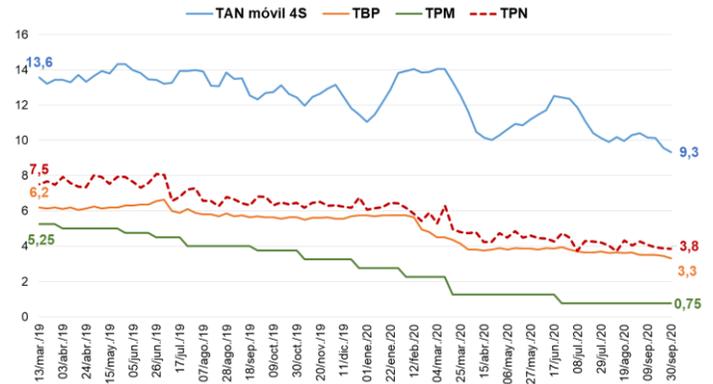


¹ Sin efecto cambiario.
Fuente: BCCR.

7. Continúa la transmisión de las reducciones de la TPM hacia las tasas de interés del sistema financiero (SFN). En colones, la Tasa Activa Negociada (TAN)⁵ y la Tasa Pasiva Negociada (TPN)⁶ del SFN, se redujeron en 430 y 370 puntos base (p.b.), en ese orden, entre marzo de 2019 y setiembre (al día 30). De igual forma, la TBP alcanzó un 3,3%, para una disminución de 325 p.b. en este periodo (Gráfico 11).

⁵ Tasa de interés activa negociada por las OSD con los deudores, ponderada por las nuevas operaciones de crédito. Corresponde a un promedio móvil de las TAN de cuatro semanas.

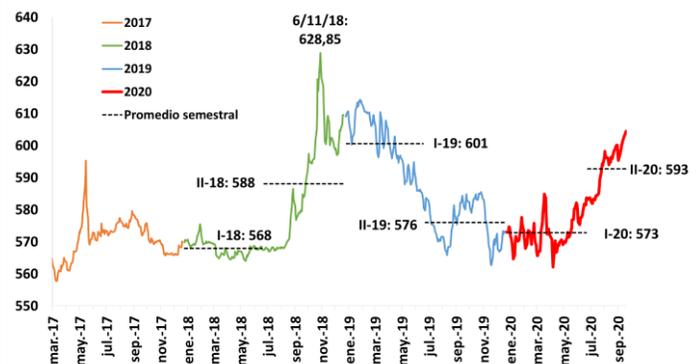
Gráfico 11. Tasas de interés del SFN
Porcentajes



Fuente: BCCR.

8. Continúa la tendencia moderada al alza del tipo de cambio. Al 30 de setiembre de 2020 la depreciación del colón (respecto de finales del 2019) fue de 5,3%. Ello es resultado de presiones cambiarias que se empezaron a registrar a partir de la segunda quincena de abril (Gráfico 12), y que tienen su origen fundamentalmente en factores estacionales. Sin embargo, la contribución de movimientos de cartera y factores especulativos no puede descartarse.

Gráfico 12. Tipo de cambio del Monex
Colones por USD



Fuente: BCCR.

Al término del primer trimestre del año la depreciación del colón fue de 1,0%, con un superávit de las negociaciones en las ventanillas de los intermediarios cambiarios de USD 840,3 millones (USD 13,2 promedio diario), monto que permitió al BCCR comprar en el mercado USD 636,6 millones para restituir con creces las divisas que vendió al Sector Público No Bancario (SPNB) en atención a sus requerimientos de divisas. En ese primer trimestre los intermediarios cambiarios

⁶ Tasa de interés negociada por las OSD con sus depositantes ponderada por las nuevas operaciones de captación.

redujeron el saldo de la posición en moneda extranjera (PME) en *USD* 143,2 millones.

El panorama del mercado cambiario cambió a partir de abril de 2020. Para el periodo comprendido desde entonces hasta fines de setiembre destaca lo siguiente:

- El superávit de ventanillas fue de *USD* 540 millones (*USD* 4,5 millones en promedio diario). En esta reducción del superávit (respecto al primer trimestre) destacó la caída en el monto promedio diario de las ventas de divisas del público a los intermediarios cambiarios, que pasó de *USD* 83,8 millones en el primer trimestre a *USD* 64,9 millones; en tanto que la caída de la demanda de divisas por parte del público fue desde *USD* 70,6 millones a *USD* 60,5 millones. Lo anterior pone de manifiesto que, aunque la contracción económica por la pandemia ha afectado tanto la oferta como la demanda de divisas, la afectación fue más acentuada en la oferta.
- El BCCR vendió al SPNB *USD* 1.109,6 millones (promedio diario de *USD* 8,9 millones, similar al promedio del primer trimestre *USD* 9,4 millones) pero solo restituyó por medio de compras en el mercado *USD* 578,1 millones.
- La PME de los intermediarios cambiarios se incrementó en *USD* 53,9 millones, de los cuales *USD* 40,3 millones se registraron entre agosto y setiembre.
- Entre abril y setiembre el tipo de cambio se incrementó en ¢26,2 (¢32,0 en el año).

Finalmente, al 30 de setiembre, el saldo de RIN alcanzó *USD* 8.238,1 millones (13,75% del PIB), un incremento de *USD* 304,1 millones en relación con el saldo del mes previo, explicado principalmente por el ingreso de los recursos del crédito (IFR) del Fondo Monetario Internacional para el Gobierno (*USD* 521,7 millones).

Sin embargo, el saldo de RIN se ha reducido en *USD* 292,8 millones desde finales de abril de 2020.