

Comentario sobre la economía nacional N° 11 - 2020

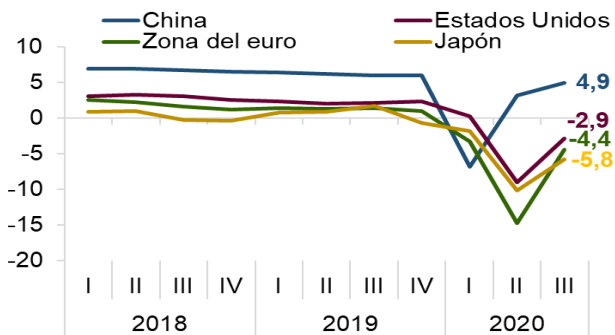
27 de noviembre, 2020

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 5971-2020 del 18 de noviembre de 2020, analizó la coyuntura macroeconómica internacional y nacional. Del análisis realizado destacaron los siguientes hechos¹.

A. Economía internacional

1. **La apertura gradual de las economías, a partir de junio, permitió una recuperación parcial de la economía global en el tercer trimestre del año.** Así, por ejemplo, la actividad económica en Estados Unidos (EUA) creció 2,9% en el tercer trimestre (variación interanual), luego de decrecer 9,0% en el trimestre previo. El PIB en la zona del euro disminuyó 4,4% en el tercer trimestre respecto a igual periodo del año anterior (caída de 14,8% en el segundo trimestre) y Japón también registró una menor tasa de contracción (5,8%). En contraste, la economía china mostró una rápida recuperación en el segundo y tercer trimestres (3,2% y 4,9%, en ese orden), asociada a la flexibilización de las medidas de confinamiento desde marzo pasado (Gráfico 1).

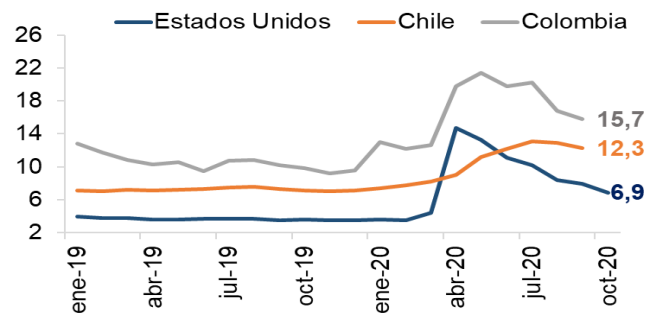
Gráfico 1. Actividad económica mundial
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Bloomberg.

2. **Los indicadores del mercado laboral reflejaron también el efecto de la apertura gradual de las economías.** La tasa de desempleo en EUA bajó de 7,9% en setiembre a 6,9% en octubre de 2020, comportamiento también observado en algunas economías latinoamericanas (Gráfico 2). En contraste, la tasa de desempleo en la zona del euro fue de 8,3% en setiembre, igual a la registrada en agosto y mayor con respecto a un año atrás (7,5%).

Gráfico 2. Tasa de desempleo
En porcentajes



Fuente: Departamento de Estadísticas Laborales de EUA y Bloomberg.

3. **Los confinamientos obligatorios en algunas regiones de Europa, debido a las nuevas olas de contagio (medidos con el índice de severidad de la Universidad de Oxford²) podrían incidir negativamente en la evolución de la actividad económica y el empleo prevista para los próximos meses.** A manera de referencia, el índice de gerentes de compra³ de la zona del euro bajó de 50,4 puntos en setiembre a 50,0 en octubre.

¹ Cabe indicar que cuando se estimó conveniente, algunos datos fueron actualizados con información posterior a la disponible al momento de la discusión en Junta Directiva.

² Este índice tiene periodicidad diaria y mide la respuesta de gobiernos de más de 160 países ante la COVID-19. Se calcula con 17 indicadores, entre ellos el cierre de escuelas y lugares de trabajo, restricciones a eventos públicos, movilidad vehicular, viajes y políticas de confinamiento. Estos indicadores se agregan en cuatro índices que varían entre 0 y 100 (creciente según el grado de severidad).

³ 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.

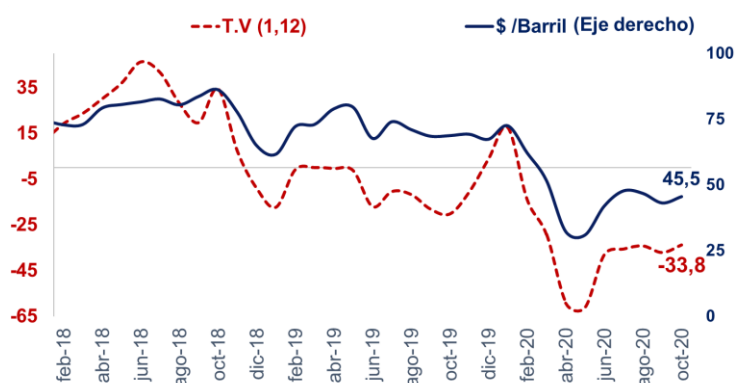
4. **Los bancos centrales mantienen una política monetaria expansiva.** Con el objetivo de contribuir a la estabilidad del sistema financiero y apoyar la recuperación económica, los bancos centrales de las principales economías del mundo han mantenido una política monetaria expansiva, con bajas tasas de política monetaria⁴ y medidas no convencionales que buscan mitigar el impacto económico y financiero de la crisis sanitaria, manifiestas en inyecciones de liquidez.

5. **La débil demanda mundial mantiene contenida la inflación.** La inflación anual de EUA pasó de 1,4% en setiembre a 1,2% en octubre de 2020. Por otro lado, la inflación en la zona euro fue estimada en -0,3% en octubre, sin cambios respecto al mes previo, lo que la mantiene en terreno negativo ante la caída generalizada de la demanda. En el caso de China, este indicador registró un 0,5% en octubre (1,7% en setiembre).

6. **El precio del petróleo muestra un comportamiento relativamente estable.** El precio promedio de contado del barril de petróleo WTI⁵ en octubre fue de USD 39,4, inferior en 0,5% respecto a la cotización media de setiembre. Los precios de los contratos a futuro con entrega en diciembre de 2020 y marzo de 2021 también mostraron relativa estabilidad (en torno a los USD 40,0

por barril). En este comportamiento ha incidido el aumento en las reservas de crudo en EUA y las perspectivas de una menor demanda mundial ante las nuevas medidas de confinamiento por el repunte en la cantidad de casos COVID-19 en EUA y Europa⁶ (Gráfico 3).

Gráfico 3. Valor unitario del cóctel de hidrocarburos
Variación interanual en porcentajes



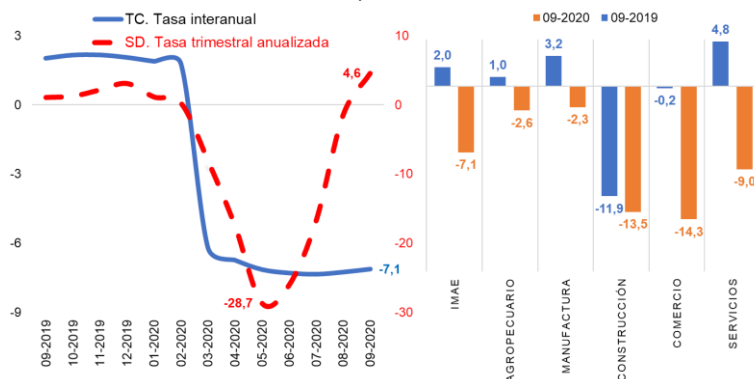
Fuente: Bloomberg.

B. Economía nacional

1. **Los resultados del IMAE, a setiembre de 2020, indican que la economía está en recuperación, como resultado del proceso de reapertura y levantamiento gradual de restricciones sanitarias.** Sin embargo, el repunte hasta ahora es insuficiente para recuperar la pérdida en la producción observada en el segundo trimestre.

El IMAE decreció a una tasa interanual de 7,1% (Gráfico 4), para una desaceleración de 9,2 p.p. respecto al mismo periodo del año anterior, con una contracción generalizada según actividad económica. No obstante, la variación trimestral de la serie ajustada por estacionalidad registró un crecimiento de 4,6% en términos anualizados, después de alcanzar una contracción de 28,7% en mayo pasado.

Gráfico 4. IMAE y por actividad económica
Variación porcentual



Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

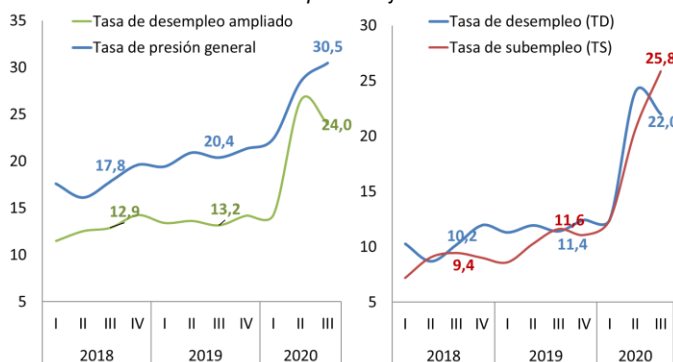
⁴ Como referencia, varios bancos centrales aprobaron reducciones en su TPM en lo que transcurre del año (al 25 de noviembre): Brasil 250 puntos base (p.b.), Chile 125 p.b., Colombia 250 p.b., EUA 150 p.b., México 300 p.b. y Perú 200 p.b.

⁵ El *West Texas Intermediate (WTI)* es el petróleo crudo extraído en el Golfo de México y sirve como referencia para las transacciones en la Bolsa Mercantil de New York (NYMEX, por sus siglas en inglés).

⁶ Datos de Bloomberg.

2. Si bien la tasa de desempleo continúa en niveles históricamente altos, al mes de setiembre se observan los efectos favorables de la reapertura económica. Según la Encuesta Continua de Empleo del INEC, en el tercer trimestre de 2020 (Gráfico 5), la tasa de desempleo se ubicó en 22% (24% el trimestre previo), mientras que la de subempleo alcanzó un 25,8% (20,5% en junio pasado).

Gráfico 5. Indicadores del mercado laboral
En porcentajes

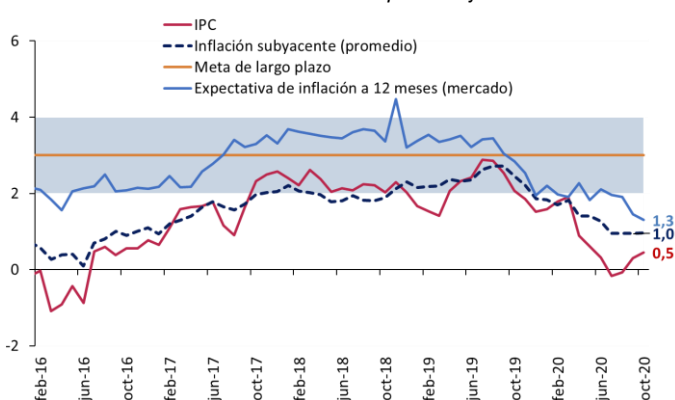


Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

Por su parte, la tasa neta de participación fue 59,1%, valor inferior al registrado un año antes (61,8%), y reflejó una tasa de inactividad de 40,9% (38,2% en 2019).

3. La evolución de los indicadores de inflación refleja la agudización de las presiones desinflacionarias, desde abril pasado, debido al impacto del COVID-19. En octubre de 2020 la inflación general, medida con la variación interanual del IPC (Gráfico 6), se ubicó en 0,5% (0,3% el mes previo), y el promedio de los indicadores de inflación subyacente se mantuvo por tercer mes consecutivo en 1,0%.

Gráfico 6. Indicadores de precios
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR e INEC.

Por otra parte, las expectativas de inflación a 12 meses, obtenidas de las negociaciones de mercado de títulos públicos en colones, realizadas en el lapso enero-octubre de 2020, registraron un valor medio de 1,9% (1,3% en octubre).

4. La balanza comercial de bienes acumuló a octubre de 2020 una brecha negativa equivalente a 3,9% del PIB (6,1% un año antes). El menor déficit de este año es resultado de una mayor reducción en las compras externas (11,4%) que en las ventas (0,4%).

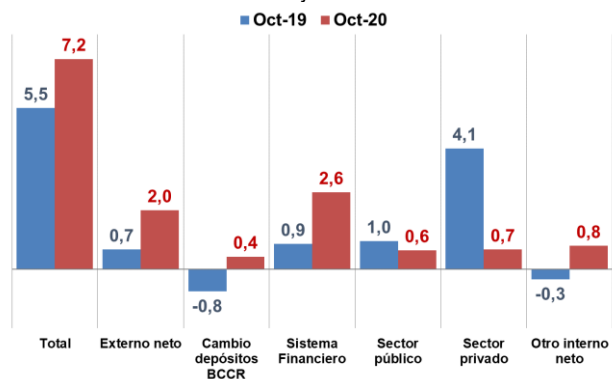
Particularmente, los efectos adversos de la pandemia sobre las exportaciones se manifestaron con mayor intensidad en el segundo trimestre, luego del cual inició un proceso gradual de recuperación (aumento de 2,7% en el periodo julio a octubre desde una reducción de 12,3% en el segundo trimestre). Sin embargo, el comportamiento señalado ha sido diferenciado según régimen de comercio; mientras que en el régimen especial las ventas mostraron una rápida recuperación (7,7% en el periodo julio a octubre desde una caída de 14,4% en el segundo trimestre), las del régimen definitivo, aunque mantienen la evolución negativa, moderaron el ritmo de reducción (a 4,4% en el periodo julio a octubre desde 9,4% en el segundo trimestre).

Por su parte, en las compras externas se observó una menor caída (de 12,3% en el lapso julio-octubre, desde 17,9% en el segundo trimestre). Este resultado se explica por la menor caída en la factura petrolera (52,1% contra 73,6% en el segundo trimestre), que se sumó al dinamismo en las compras de bienes de capital (equipo para realizar pruebas de dispositivos semiconductores).

5. Los efectos de la contracción económica y la aplicación de la moratoria tributaria impactaron negativamente la recaudación de ingresos y aumentaron el déficit fiscal. Según cifras acumuladas a octubre de 2020, los ingresos tributarios decrecieron 12%, respecto al mismo periodo de 2019, lo que representó una caída de 1,3% en términos del PIB. En particular, los impuestos con mayores caídas son: aduanas (23,0%), renta (8,8%) y sobre combustibles (22,3%). En el caso de los egresos, a pesar de que el total de gastos primarios decreció 3,5%, en términos interanuales, el mayor pago de intereses (que creció 13,6%), provocó que el total de erogaciones subiera ligeramente 0,04% en octubre de 2020 (12,4% en igual periodo de 2019). Dado lo anterior, el déficit financiero acumulado fue 7,2% del PIB (5,5% a octubre de 2019) y el primario de 3,0% del PIB (1,9% un año antes). El efecto de la moratoria fiscal es cerca de 0,7% del PIB.

A pesar del mayor déficit, la estrategia de financiamiento de la Tesorería Nacional combinó el uso de los créditos externos y parte de los depósitos en el BCCR, así como una mayor colocación de títulos en el SFN, lo cual mitigó presiones en las tasas de interés internas (Gráfico 7).

Gráfico 7. Gobierno Central: financiamiento neto
Porcentajes del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

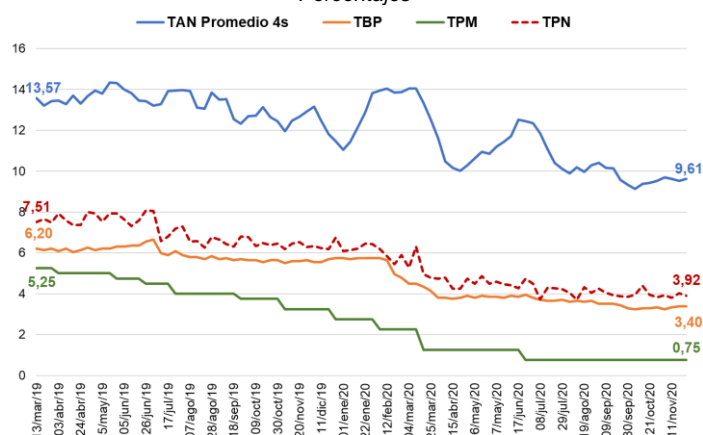
En este contexto, el saldo de la deuda del Sector público global y del Gobierno Central alcanzaron a representar 84,4% y 68,5% del PIB en octubre de 2020 (cifras preliminares), respectivamente, es decir, 11,6 p.p. y 11,1 p.p. superior a lo registrado en igual mes de 2019.

- 6. El proceso de transmisión de las reducciones de la TPM hacia las tasas de interés pasivas y activas del SFN es casi completo.** Al 25 de noviembre de 2020, el promedio de tasas activas negociadas (TAN) y de tasas pasivas negociadas (TPN) en colones del SFN⁷, disminuyó en 396 p.b. y 359 p.b., en ese orden, desde marzo de 2019 (la reducción en la TPM fue de 450 p.b. desde entonces). En el caso de la TAN, el mayor ajuste a la baja se observó en las operaciones de consumo personal, así como en comercio, servicios y turismo; mientras que, en la TPN, se presentaron mayores reducciones en plazos inferiores a 360 días (gráfico 8).

⁷ Incluye los bancos comerciales, las cooperativas, mutuales y financieras.

⁸ 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 Ministerio de Hacienda y BCCR, en los mercados primario y secundario locales.

Gráfico 8. Tasas de interés del SFN
Porcentajes



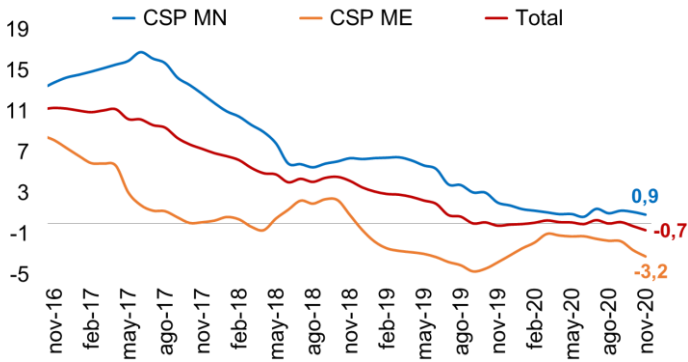
Fuente: BCCR.

La Tasa Básica Pasiva (TBP) en igual fecha alcanzó 3,4%, para una disminución de 280 p.b. respecto a marzo del año pasado. Consecuente con este comportamiento, el premio por ahorrar en colones⁸ tendió a reducirse en gran parte del año, pero a partir de octubre se mantiene en plano positivo para todos los plazos.

- 7. A pesar de que los intermediarios financieros cuentan con recursos disponibles y las tasas de interés son menores, la demanda de crédito al sector privado (CSP) continúa estancada⁹.** Según información preliminar al 6 de noviembre de 2020, el CSP mostró una variación interanual de -0,7% (-0,2% un año antes). Los agentes económicos continúan con mayor preferencia por los préstamos en colones, los cuales se expandieron a una tasa interanual de 0,9%, mientras que en dólares decrecieron un 3,2% (Gráfico 9).

⁹ La desaceleración del crédito responde, entre otros, a la caída de la actividad económica, las perspectivas pesimistas de los agentes económicos y la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis sanitaria. También es posible que los intermediarios sean más cautelosos en la concesión de crédito, no solo por el incremento en el riesgo crediticio sino también por la mayor concentración del ahorro financiero en figuras altamente líquidas.

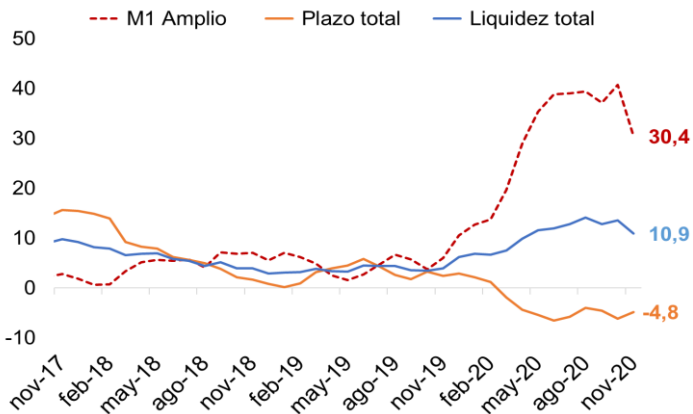
Gráfico 9. Crédito al sector privado
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR.

Por otro lado, los agregados monetarios altamente líquidos han mostrado tasas interanuales superiores a las registradas un año antes (Gráfico 10).

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



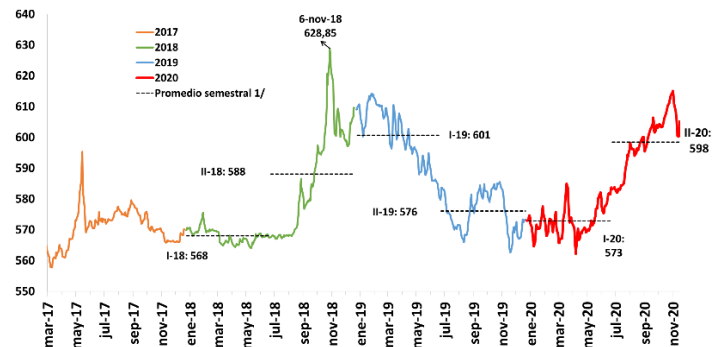
¹ Sin efecto cambiario.
Fuente: BCCR.

Así, al 18 de noviembre, el medio circulante amplio¹⁰ presenta una variación interanual de 30,4% (6,0% en noviembre de 2019), mientras que el saldo de los instrumentos de captación a plazo se redujo 4,8% (creció 2,4% un año antes). Los agregados amplios como la liquidez total y la riqueza financiera total crecieron, en ese orden, 10,9%¹¹ y 7,7% (contra 3,9% y 7,9% en noviembre de 2019). Por monedas, los indicadores de ahorro financiero muestran indicios de dolarización.

¹⁰ 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).

8. Entre julio y noviembre de 2020, aumentó el uso de RIN para atender los requerimientos de divisas del SPNB y contener movimientos abruptos en el tipo de cambio, consecuente con la significativa reducción en resultado neto de operaciones en ventanillas. La reducción en el superávit de las operaciones en ventanillas se acentuó en octubre de 2020 con un déficit promedio de USD 1,6 millones diarios y de USD 3,0 millón de superávit en los primeros 17 días de noviembre (promedio histórico de noviembre de USD 6,6 para el periodo 2007-2019). La reducción en el superávit ha limitado la compra de divisas para restituir las reservas que ha vendido el BCCR al SPNB y, en ocasiones, demandó de su intervención para acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio (Gráfico 11).

Gráfico 11. Tipo de cambio del Monex
Colones por USD



Fuente: BCCR.

Particularmente, entre el 1 de agosto y el 25 de noviembre de 2020, el BCCR realizó ventas netas por estabilización por USD 241 millones, en su mayoría realizadas en el mes de octubre. Este comportamiento se explica en parte por factores estacionales (la dinámica típica del mercado cambiario para este periodo del año), un menor influjo de divisas al país producto de los efectos de la pandemia e indicios de dolarización financiera.

A pesar de esta intervención, el Banco Central continúa con un nivel adecuado de reservas internacionales, que permitiría hacer frente a episodios de tensión en el mercado cambiario y evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.

¹¹ El mayor crecimiento de los pasivos bancarios está asociado, entre otros, a los vencimientos no renovados de instrumentos en moneda extranjera emitidos por el Ministerio de Hacienda.