

Comentario sobre la economía nacional N° 12 - 2020

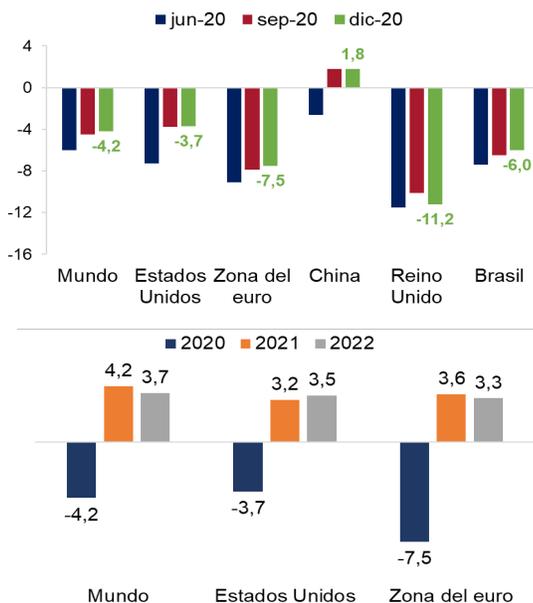
28 de diciembre, 2020

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 5976-2020 del 16 de diciembre de 2020, analizó la coyuntura macroeconómica internacional y nacional. Del análisis realizado destacaron los siguientes hechos¹.

A. Economía internacional

1. El comportamiento más favorable de muchas economías llevó a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) a mejorar sus proyecciones de crecimiento mundial para el 2020. En setiembre de 2020, la OCDE pronosticó un decrecimiento global de 4,5% para este año, previsión que a inicios de diciembre pasó a una contracción de 4,2% (con una recuperación de 4,2% y de 3,7% en el 2021 y 2022, respectivamente) (Gráfico 1). Pese a que la pandemia ha sido la causante de la peor crisis mundial desde hace unos 85 años, el desarrollo de las vacunas² augura una continua recuperación económica y una menor incertidumbre hacia adelante.

Gráfico 1. Actividad económica mundial
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Perspectivas económicas de la OCDE, diciembre de 2020.

2. No obstante, las nuevas restricciones en algunas partes de Europa, debido a los rebrotes o nuevas olas de contagio, podrían llevar a una contracción económica mayor a la esperada en el 2020, con riesgo de una recuperación más lenta en el 2021. A manera de referencia, el índice compuesto de gerentes de compra³ de la zona del euro, que es un indicador adelantado de actividad, pasó de 50 puntos en octubre a 45,3 puntos en noviembre. En particular, la caída en los servicios fue mayor (con 41,7 puntos), en comparación con la manufactura (con 53,8 puntos).

En esta línea, el pasado 10 de diciembre el Banco Central Europeo (BCE) comentó que el rebrote del COVID-19 y las medidas de restricción para contenerlo contraen nuevamente la actividad económica de la zona, por lo que esperan una reducción en el cuarto trimestre de 2020, luego del repunte en el tercero. Además, ajustó a la baja (3,9%) su proyección de crecimiento económico para el 2021 (5,0% previsto en setiembre).

3. La débil demanda mundial mantiene contenida la inflación. La inflación de EUA continuó en 1,2% en noviembre de 2020, en tanto que en la zona euro estiman permanecerá en -0,3% (igual a los dos meses previos). Por su parte, la inflación subyacente en EUA y la zona del euro en noviembre fue de 1,6% y 0,4%, respectivamente.

4. En este contexto, los bancos centrales mantienen su política monetaria expansiva y los gobiernos aplican nuevos estímulos fiscales, para contribuir a la estabilidad del sistema financiero y apoyar la recuperación económica. Los bancos centrales, además de mantener bajas tasas de interés, han aplicado medidas no convencionales en procura de mitigar el impacto económico y financiero de esta crisis sanitaria, en especial mediante compras de bonos del

¹ Algunos datos fueron actualizados con información posterior a la disponible al momento de la discusión en Junta Directiva.

² El proceso de vacunación en Reino Unido y EUA comenzó el 8 y 14 de diciembre, en ese orden.

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.

Gobierno y bonos corporativos e inyecciones de liquidez al sector privado.

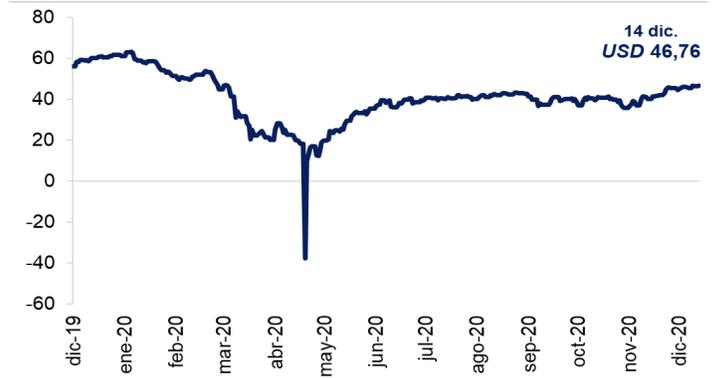
En particular, el 10 de diciembre el BCE anunció el aumento en el presupuesto del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en €500 mil millones, hasta un total de €1.850 mil millones, y amplió el periodo de las compras netas en el marco del PEPP al menos hasta finales de marzo de 2022 o hasta que considere que la fase de crisis ha terminado.

Asimismo, algunos gobiernos han aplicado nuevos estímulos fiscales. Por ejemplo, para mantener la senda de crecimiento, las autoridades de Japón aprobaron el 8 de diciembre un presupuesto adicional (por USD 708 mil millones) destinado a mantener el consumo de los hogares.

5. El precio del petróleo muestra un comportamiento al alza. El precio promedio de contado del barril de petróleo WTI⁴ en noviembre fue USD 41,3, con un aumento del 4,6% respecto a la cotización media de octubre (Gráfico 2). Los precios de los contratos a futuro con entrega en marzo y julio de 2021 aumentaron

en promedio a USD 42,4 por barril (desde USD 41,1 el mes previo), como consecuencia de las perspectivas de reducción en la oferta de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Crudo y de las expectativas positivas ante el inicio de la vacunación contra la COVID-19.

Gráfico 2. Precios del petróleo WTI
USD por barril



Fuente: Bloomberg.

B. Economía nacional

1. La economía nacional muestra señales de recuperación. El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE, tendencia ciclo) de octubre alcanzó el mayor nivel desde marzo, aunque todavía es inferior a los niveles observados previo a la pandemia. El IMAE registró en octubre de 2020 una caída interanual de 6,6% y una desaceleración de 8,8 p.p. respecto al mismo mes del año anterior. De enero a octubre de 2020 la producción decreció en 5,1%, mientras que la variación interanual de los últimos 12 meses fue de -3,9% (Gráfico 3).

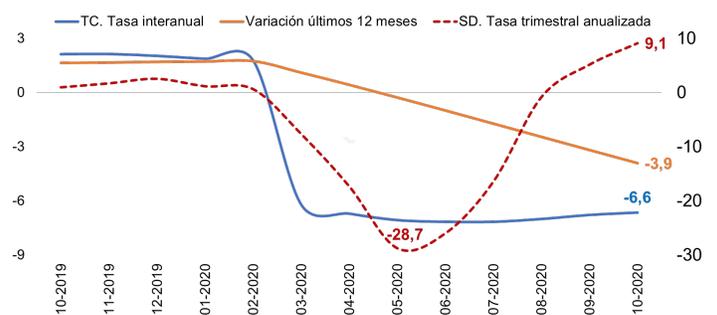
Además, el IMAE presentó comportamientos disímiles según el régimen de comercio. Mientras que los regímenes especiales consolidan el proceso de recuperación con un crecimiento de 6,4%, la producción del régimen definitivo decreció 8,8%.

Por su parte, la tasa de variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad fue de 9,1%. Este indicador, al igual que la variación interanual de la serie tendencia ciclo, empezó a decrecer a partir de marzo como consecuencia de las medidas tomadas

para contener la propagación de la COVID-19 y alcanzó su mayor caída en mayo (28,7%). Sin embargo, en setiembre y octubre presentó tasas de variación positivas, como resultado del proceso de reapertura y el dinamismo mostrado por las empresas ubicadas en zona franca y las vinculadas con cadenas globales de valor.

Gráfico 3. IMAE (TC)

Variación interanual y trimestral anualizada en porcentajes (eje derecho)



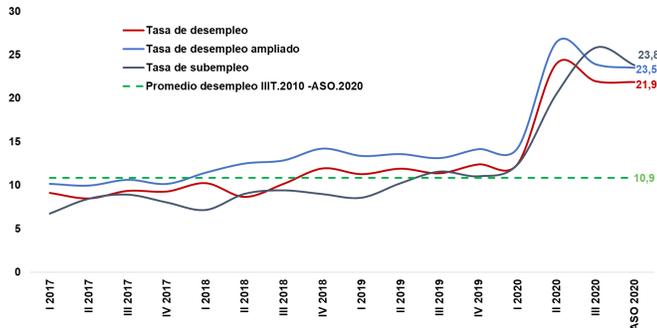
Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR).

2. Los indicadores del mercado laboral también muestran el efecto de la apertura gradual de la economía. Para el trimestre móvil agosto, setiembre y

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

octubre (ASO-2020), la tasa neta de participación fue 60%, valor inferior al registrado un año antes (61,7%). Los ocupados disminuyeron en 264 mil personas y los desocupados aumentaron en 228 mil personas, lo que ubicó la tasa de desempleo en 21,9%, inferior en 0,1 p.p. con respecto al III trimestre de 2020 y superior en 9,7 p.p. a la tasa registrada en igual lapso de 2019 (Gráfico 4). De igual manera, los indicadores de subempleo y desempleo ampliado disminuyen en el periodo comentado.

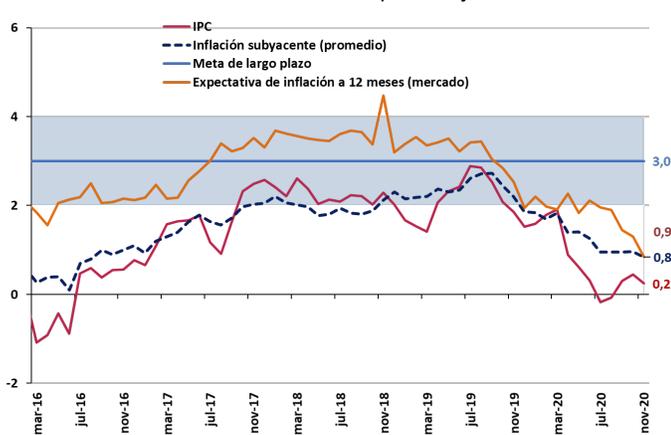
Gráfico 4. Indicadores del mercado laboral
En porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

3. En un contexto de presiones desinflacionarias, presentes en la economía costarricense desde el 2019 y acentuadas por la crisis sanitaria, la inflación general y subyacente se mantuvieron por debajo del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación del BCCR. En noviembre de 2020 la inflación general, medida con la variación interanual del IPC, se ubicó en 0,2% (0,5% el mes previo). Por otra parte, el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue de 0,8%, luego de permanecer en 1,0% en los tres meses previos (Gráfico 5).

Gráfico 5. Indicadores de precios
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR e INEC.

Este comportamiento es coherente con: i) una brecha negativa del producto y un alto desempleo; ii) expectativas de mercado de inflación a 12 meses con un promedio de 1,8% en el lapso enero-noviembre; iii) baja inflación mundial, lo que disminuye el efecto del componente importado en la inflación local; y iv) el crédito al sector privado estancado.

4. A noviembre de 2020, la balanza comercial de bienes acumuló un déficit inferior al registrado un año antes. Según cifras preliminares, la brecha negativa fue de USD 2.544,1 millones, equivalente a 4,3% del PIB anual estimado para este año (6,8% en noviembre de 2019). El menor déficit es resultado de ventas externas que se mantienen prácticamente sin cambio (0,1%) y la reducción en las compras externas (11,2%).

Mientras que los flujos de comercio del régimen especial han recuperado, en buena medida, su dinamismo, los del definitivo se mantienen en contracción (los primeros aumentaron 6,5% desde una reducción de 15,1% en el segundo trimestre, en tanto que los del régimen definitivo presentaron una disminución de 11,9% contra una caída de 15,4% en el segundo trimestre). Esto es coherente con el mayor dinamismo que ha mostrado el régimen especial por muchos años.

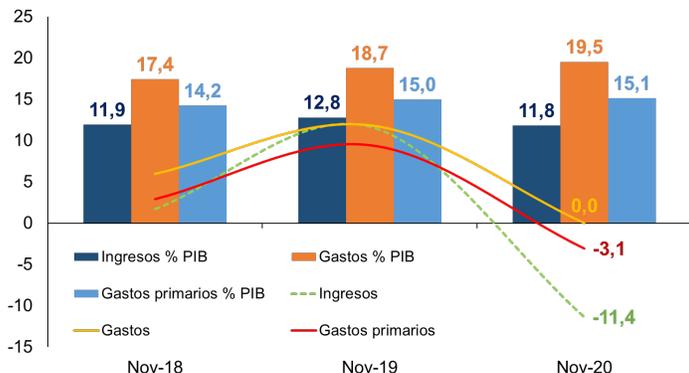
Por su parte, la factura petrolera mostró una contracción interanual de 47,6%, que combinó la disminución de 23% en la cantidad de barriles (gasolina y diésel) con la reducción de 31,9% en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos.

5. Aunque la pandemia y la Ley de Alivio Fiscal condujeron a una fuerte disminución en los ingresos tributarios, el gasto total presentó en noviembre el menor resultado de los últimos 13 años, indicativo de los esfuerzos por contener el déficit fiscal. En el periodo enero-noviembre de 2020 se registró una caída, en términos interanuales, de 11,6% en los ingresos tributarios⁵ (equivalente a 1,4 p.p. del PIB). En particular, las mayores caídas fueron en aduanas (21,8%), renta (8,5%) y combustibles (21,2%).

⁵ El efecto de la moratoria tributaria es equivalente a 0,7% del PIB.

A pesar del incremento en los gastos del Gobierno Central para atender la pandemia y el mayor pago de intereses (12,1%), el gasto total acumulado a noviembre de 2020 fue similar al registrado en el mismo período del año anterior, mientras que el gasto primario cayó en 3,1% (Gráfico 6). Esta situación pone de manifiesto el alto y creciente peso del pago de intereses en el gasto gubernamental (representó el 22,6% del gasto total y fue equivalente al 4,4% del PIB a noviembre de 2020).

Gráfico 6. Gobierno Central: financiamiento neto
Porcentajes del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Dado lo anterior, el déficit primario acumulado a noviembre de 2020 se ubicó en 3,3% del PIB, superior en 1,1 p.p. al registrado en el mismo periodo del año anterior y el déficit financiero se ubicó en 7,7% del PIB (6,0% del PIB un año antes).

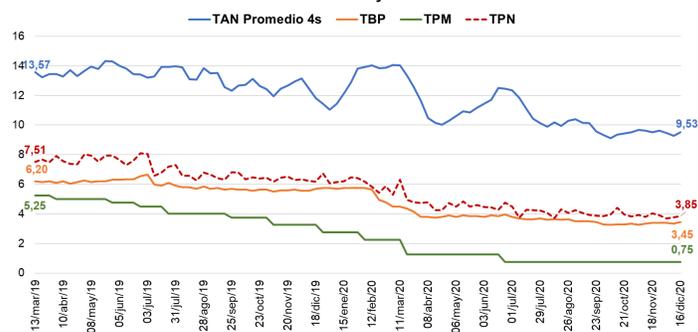
- 6. Las tasas de interés pasivas y activas del sistema financiero nacional muestran reducciones coherentes con la disminución de la Tasa de Política Monetaria (TPM) durante el presente año.** Entre marzo de 2019 (cuando iniciaron las reducciones de la TPM, que acumulan 450 p.b.) y el 16 de diciembre de 2020, la Tasa Activa Negociada (TAN)⁶ y la Tasa Pasiva Negociada (TPN), ambas en colones, de las Otras Sociedades de Depósito (OSD), disminuyeron 404 p.b. y 366 p.b., respectivamente. En el caso de la TAN, el mayor ajuste a la baja se observó en operaciones de consumo personal, comercio, servicios y turismo. Por su parte, la TPN reflejó reducciones en la mayoría de los plazos, principalmente a 3, 6, 9 y 12 meses (Gráfico 7.a).

⁶ Se refiere a información disponible al 16 de diciembre.

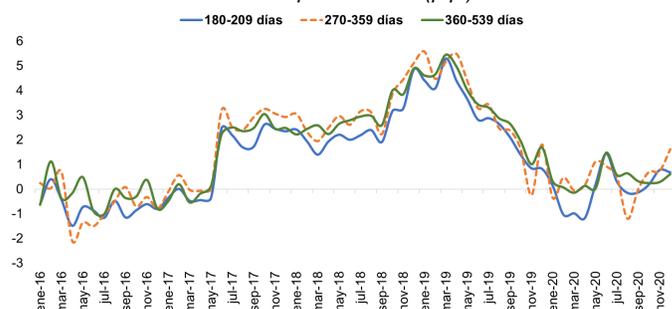
⁷ Durante el mes osciló entre 3,25% (mínimo histórico) y 3,4%.

⁸ Utiliza 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

Gráfico 7. a) Tasas de interés del SFN
Porcentajes



b) Premio por ahorrar en colones
Puntos porcentuales (p.p.)



Fuente: BCCR.

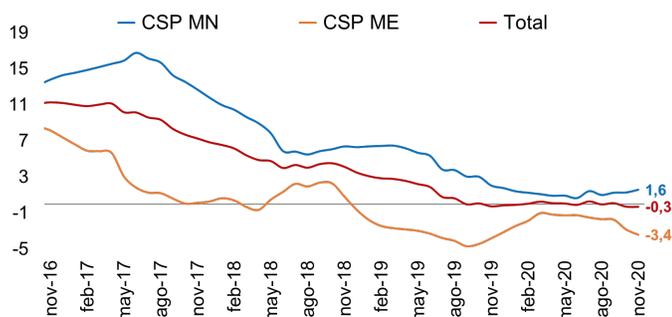
La Tasa Básica Pasiva (TBP) al 16 de diciembre fue 3,45%⁷ para una disminución de 275 p.b. respecto a la de marzo de 2019. Las reducciones tuvieron lugar en todos los grupos de intermediarios financieros incluidos en el cálculo de esta variable y, en mayor medida, para el caso de la banca la comercial. La reducción en esa tasa comporta un alivio financiero para los deudores con créditos a tasa variable, que usualmente están referenciados a la TBP. Finalmente, el premio por ahorrar en colones⁸, mostró niveles positivos en los principales plazos de referencia (Gráfico 7.b).

- 7. Si bien las tasas de interés han disminuido, el crédito al sector privado (CSP) continúa estancado.** Con información preliminar a noviembre⁹, el CSP mostró una variación interanual de -0,3% (-0,2% un año antes). Los agentes económicos mantienen la preferencia por los préstamos en colones, cuyo saldo registró un crecimiento interanual de 1,6%, mientras que en dólares cayó 3,4% (Gráfico 8).

las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional del Ministerio de Hacienda y BCCR, en los mercados primario y secundario locales.

⁹ Información preliminar de OSD bancarias al 27-11-20 y de OSD no bancarias a octubre 2020.

Gráfico 8. Crédito al sector privado
Variación interanual en porcentajes



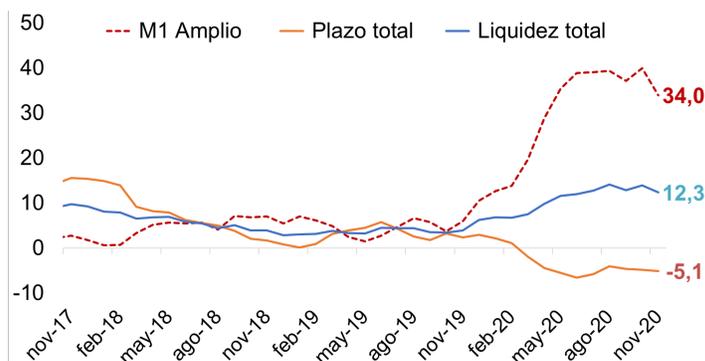
Fuente: BCCR.

Se estima que la concesión de crédito en colones aumentará en las próximas semanas, como resultado del uso por parte de los intermediarios financieros de la facilidad de crédito dispuesta por el BCCR, para que estos otorguen créditos, en mejores condiciones financieras, a sus deudores. Hasta el 16 de diciembre, la Administración del Banco Central había aprobado en total 22 planes, por un monto global de $\text{Q}575,267$ millones, que representa el 82,2% del monto total de la facilidad que puso el BCCR a disposición de los intermediarios financieros. En sus planes, dichas entidades se comprometen a realizar reducciones en las tasas de interés de entre 230 y 2.232 puntos base, así como ampliaciones en el plazo original de las operaciones por un máximo de hasta 15 años. En conjunto, estos beneficios conllevarán una reducción en la cuota de los créditos de hasta un 58%.

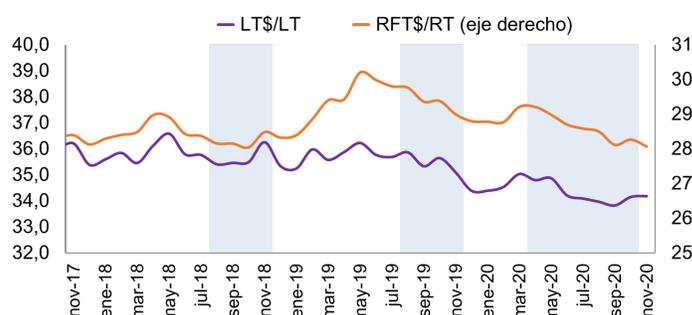
8. **Los agregados monetarios¹⁰ altamente líquidos crecen a tasas inusualmente altas para una coyuntura de contracción económica y estabilidad de precios.** Lo anterior es indicio de una alta preferencia por la liquidez (Gráfico 9.a) ante la acumulación de riesgos tanto por la pandemia como por la situación de las finanzas públicas. El medio circulante amplio aumentó en términos interanuales un 34% (6,0% en noviembre de 2019), mientras el saldo de los instrumentos de captación a plazo se redujo 5,1% (creció 2,4% un año antes).

Los agregados amplios como la liquidez total (LT) y la riqueza financiera total (RFT) crecieron, en ese orden, 12,3% y 8,9% (contra 3,9% y 7,9% un año antes). Por monedas, ambos agregados no muestran indicios de redolarización financiera (Gráfico 9.b).

Gráfico 9. a) Componentes de la liquidez total¹
Variación interanual en porcentajes



b) Indicadores de dolarización financiera
Participación de la moneda extranjera en porcentajes



¹ Sin efecto cambiario.

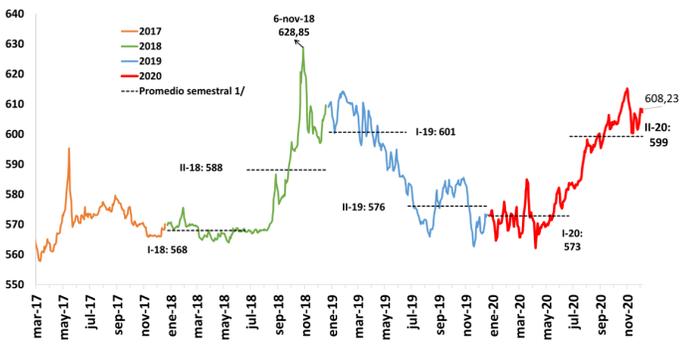
Fuente: BCCR.

9. **Al 15 de diciembre de 2020 el tipo de cambio nominal (TCN) registró una variación acumulada de 5,9%.** El comportamiento del TCN ha oscilado en el tiempo: entre el 1 y el 4 de diciembre bajó $\text{Q}4,88$, mientras que en el periodo del 7 al 14 diciembre registró un alza de $\text{Q}6,53$. En ambos casos el superávit promedio diario de las operaciones cambiarias en “ventanillas” fue muy similar ($\text{USD} 4,3$ millones). A igual fecha, el TCN registró una variación interanual de 6,9% y la media anual fue de -0,5% (Gráfico 10).

El superávit diario fue $\text{USD} 2,5$ millones mayor al del mes previo, pero aún es inferior a los $\text{USD} 7,5$ millones del superávit promedio histórico de los meses de diciembre del periodo 2011 a 2019. Cabe destacar, que se han atenuado las presiones sobre el tipo de cambio que se observaron, principalmente, entre el 21 de octubre y el 13 de noviembre, periodo en que el BCCR realizó ventas por estabilización por $\text{USD} 173,5$ millones (en diciembre ha vendido $\text{USD} 2,1$ millones).

¹⁰ Información del BCCR al 30-11-20, preliminar de OSD bancarias al 27-11-20 y de OSD no bancarias a octubre 2020.

Gráfico 10. Tipo de cambio del Monex
Colones por USD

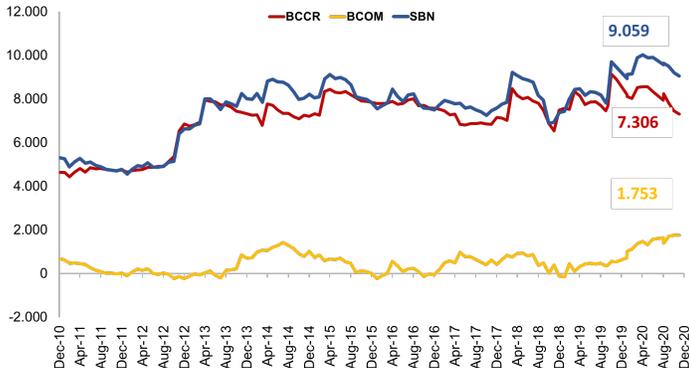


Fuente: BCCR.

La reducción en el superávit de las operaciones en ventanillas desde marzo de 2020 ha limitado considerablemente la capacidad del BCCR de restituir las reservas que ha vendido al SPNB. El saldo de estas operaciones se redujo en casi USD 622 millones entre el 1 de abril y el 10 de diciembre de 2020, lo cual explica en su mayoría la reducción de cerca de USD 687 millones en el saldo de reservas internacionales del BCCR, en el periodo indicado.

Al 11 de diciembre de 2020, el saldo de RIN fue USD 7.306 millones, equivalente a 12,2% del PIB (Gráfico 11). En términos de otros indicadores estadísticos este acervo equivale a 7,0 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 1,2 veces el saldo de la base monetaria ampliada. En lo que transcurre del año, los bancos comerciales acumularon reservas por USD 1.211 millones.

Gráfico 11. RIN
Millones de USD



Fuente: BCCR.