

02 de marzo, 2020

Nº 02 - 2020

Del análisis macroeconómico realizado en la sesión 5918-2020 del 26 de febrero de 2020, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica destaca lo siguiente:

**A. El brote de neumonía provocado por el virus SARS-CoV-2 (coronavirus) aumentó la incertidumbre sobre la recuperación del crecimiento mundial, redujo los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, y aumentó la volatilidad en los mercados financieros.**

La actualización de los indicadores económicos para el cierre del 2019 confirmó una clara desaceleración en algunas naciones avanzadas: en Estados Unidos de América el crecimiento pasó de 2,9% en 2018 a 2,3% un año después, en la zona del euro de 1,9% a 1,2% y, en Japón, si bien su tasa fue mayor (0,7% contra 0,3% en el 2018) la desaceleración a lo largo del año fue notoria, con una significativa contracción de la actividad económica en el cuarto trimestre.

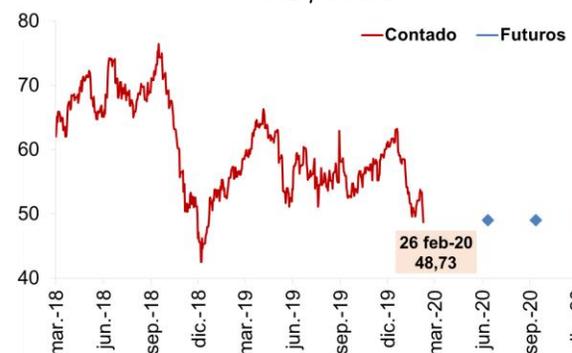
En la desaceleración del crecimiento incidió la incertidumbre que generó el conflicto comercial entre Estados Unidos y China y el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea; además, en la economía japonesa afectó el aumento en el impuesto al valor agregado (2 puntos porcentuales (p.p.)) y el paso del tifón Hagibis.

Por otra parte, la frágil recuperación de la actividad económica mundial proyectada por organismos financieros internacionales para el 2020 y 2021 es amenazada, ahora, por la incertidumbre sobre las implicaciones del brote de coronavirus en China y su propagación al resto del mundo. Para China, su crecimiento económico fue rebajado por agencias calificadoras de riesgo. Por ejemplo, según Moody's, este país crecería 5,2% en el 2020 (5,8% estimación previa), aunque estima que el impacto sería de corta duración, y se propagaría hacia el resto de la región Asia-Pacífico, ya caracterizada por la desaceleración.

El temor a una posible pandemia del coronavirus se manifiesta en un aumento en la volatilidad de los mercados financieros y en menores precios de materias primas. En específico, en lo que

transcurre de febrero el precio de contado del barril de petróleo WTI se ubicó incluso por debajo de los USD 50,0, con una reducción media en torno a 11,4% con respecto al mes previo. Las cotizaciones a futuro lo ubican alrededor de USD 50,0 en lo que resta de 2020 (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Precio del petróleo WTI**  
USD por barril



Fuente: Con información de Bloomberg al 26 de febrero de 2020.

Para Costa Rica, este comportamiento tiene un impacto positivo sobre los términos de intercambio y negativo sobre la inflación, con lo que estimularía el ingreso personal disponible.

Aunque aún es prematuro evaluar los impactos macroeconómicos de este riesgo sobre Costa Rica, éstos podrían asociarse con un eventual atraso en los canales de suministro<sup>1</sup>, una afectación en el crecimiento económico de los principales socios comerciales del país (y por ende una menor demanda sobre nuestra oferta exportable), y un impacto negativo sobre el influjo de turistas al país.

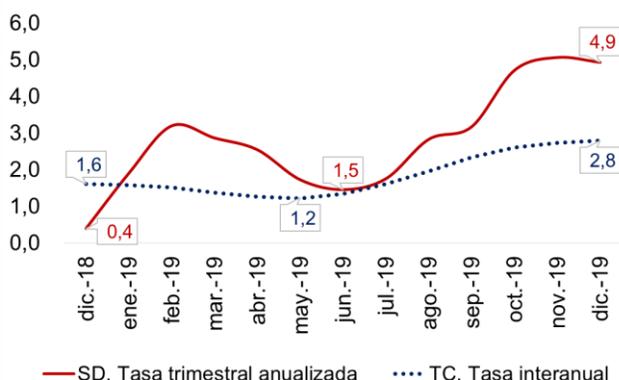
<sup>1</sup> En 2019, China representó un 1,2% de las exportaciones de bienes y servicios, pero un 11,6% de las importaciones de bienes y servicios.

**B. Continúa el repunte en la actividad económica local y mejora el desempeño fiscal, en medio de condiciones crediticias favorables y un mercado cambiario superavitario.**

**El proceso de recuperación económica continúa.** Luego de registrar un mínimo en mayo de 2019, el crecimiento económico ha repuntado, tanto en términos interanuales como trimestrales. Este último indicador (la tasa de variación trimestral) es útil para identificar puntos de inflexión, cuantificar el impulso que lleva el crecimiento y tener indicios sobre el dinamismo futuro de la actividad económica (Gráfico 2).

Con excepción de la construcción, electricidad y agua, que disminuyeron, el resto de industrias mostró variaciones positivas y, en su mayoría, superiores a las de un año atrás. El impulso estuvo determinado por el desempeño de empresas amparadas a regímenes especiales, que mantuvieron el dinamismo, así como por la recuperación de las empresas del régimen definitivo. De este último grupo destacaron las de la manufactura, con tasas de cambio positivas luego de 18 meses de contracción.

**Gráfico 2. Índice mensual de actividad económica**  
Variación interanual y trimestral anualizada, en porcentaje



TC: tendencia ciclo SD: serie desestacionalizada

Fuente: BCCR.

Los resultados de las encuestas de confianza del consumidor y expectativas empresariales publicadas en lo que transcurre del primer trimestre de 2020 validan la mejora en la percepción de los agentes económicos registrada en el cuarto trimestre de 2019, y aunque se mantienen en niveles de pesimismo relativo, sugieren que ese pesimismo ha disminuido.

**Mejora el desempeño financiero del Gobierno Central.** El resultado primario y financiero en enero de 2020 refleja una mejora de 0,3 p.p. con respecto a lo observado un año atrás, a pesar de que a inicios de 2019 se recibieron recursos extraordinarios por la amnistía tributaria. Particularmente, el déficit financiero se redujo de un 0,7% del PIB en enero de 2019 a un 0,4% este año, mientras que el balance primario alcanzó un déficit de 0,19% del PIB (0,45% un año antes). La mejora en el resultado primario puso de manifiesto el efecto de menores transferencias (corrientes y de capital).

En este primer mes del año, el Gobierno Central se financió principalmente con el uso de fondos depositados en el BCCR (en especial de moneda extranjera por USD 183 millones<sup>2</sup>) y la colocación de títulos de deuda interna, sobre todo, en el sistema financiero (Cuadro 1).

**Cuadro 1. Financiamiento neto Gobierno Central**  
Millones de colones y porcentajes del PIB

	Ene-19	Ene-20
<b>FINANCIAMIENTO NETO TOTAL</b>	<b>246.019</b>	<b>163.667</b>
% del PIB	0,7%	0,4%
<b>1. FINANCIAMIENTO EXTERNO NETO:</b>	<b>3.582</b>	<b>-2.367</b>
% del PIB	0,0%	0,0%
<b>2. FINANCIAMIENTO INTERNO NETO:</b>	<b>242.437</b>	<b>166.034</b>
% del PIB	0,7%	0,4%
2.1. Cambio depósitos BCCR	-13.873	40.600
2.2. Colocación neta de bonos:	<u>191.728</u>	<u>114.253</u>
i. Sistema financiero	3.885	119.194
ii. Sector público	7.907	1.500
iii. Sector privado	179.936	-6.441
2.3. Otro interno neto	64.582	11.181

Fuente: BCCR.

**Transmisión de la política monetaria en proceso.** Dado el espacio para aplicar medidas monetarias en apoyo a la reactivación económica, desde finales de marzo de 2019 el Banco Central ha bajado su Tasa de Política Monetaria en ocho ocasiones, que a la fecha acumulan 300 puntos base y, de manera complementaria a partir de junio disminuyó el requerimiento de encaje mínimo legal (y de reserva de liquidez) para operaciones en colones.

<sup>2</sup> En el último trimestre de 2019 el Gobierno recibió USD 350 millones del crédito de apoyo presupuestario por parte del Banco Interamericano de Desarrollo y colocó títulos en plazas internacionales por USD 1.500 millones. Al término de 2019 parte de estos recursos se mantenían depositados en el BCCR.

Estas acciones se han trasladado de manera gradual y aún incompleta a las tasas de interés del sistema financiero. Entre marzo de 2019 y febrero último (al día 19) las tasas de interés pasivas negociadas pasaron de 7,6% a 5,8%, mientras que las activas aumentaron ligeramente de 13,4% a 13,7%, pero esto se debió a que en ese periodo la estructura de colocación del crédito cambió en favor de actividades con tasas de interés más altas (consumo y tarjetas de crédito).

En adición, parte de los recursos liberados por la reducción en la tasa de encaje se mantiene depositada en el Banco Central.

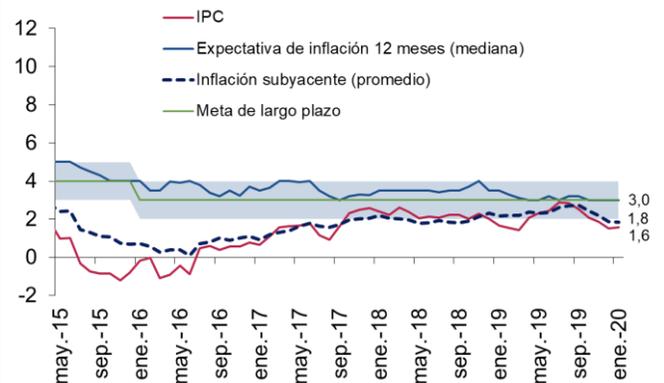
**Los agregados monetarios evolucionan de manera consecuente con la meta de inflación y el crecimiento económico, mientras continúa el repunte en el crédito al sector privado.** En efecto, en enero del año en curso, la liquidez total y la riqueza financiera total crecieron a tasas interanuales de 6,4% y 7,5% (3,0% y 7,6% un año antes), en ese orden. En semanas recientes ha habido un aumento en la proporción de instrumentos expresados en moneda extranjera, condición que es coherente con premios bajos o negativos por ahorrar en instrumentos en moneda nacional.

Por su parte, el crédito al sector privado en moneda nacional denota un moderado crecimiento desde finales de 2019, en tanto que las operaciones denominadas en moneda extranjera continúan decreciendo.

Dos elementos apoyan el crecimiento del crédito en moneda nacional: por una parte, el proceso de recuperación económica y, por otro, la mayor disponibilidad de fondos prestables.

**La inflación está contenida.** La combinación de presiones desinflationarias (holgura en la capacidad de producción, alta tasa de desempleo<sup>3</sup> y baja en el precio de algunas materias primas importadas), mantuvo la inflación general y subyacente en diciembre y enero por debajo del rango meta (2% a 4%) del Banco Central (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Indicadores de inflación**  
Porcentajes



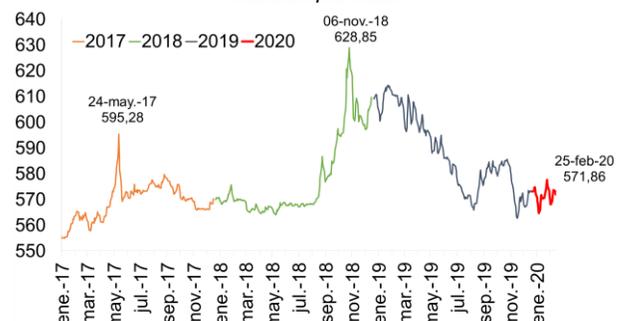
Fuente: BCCR.

Por su parte, las expectativas de inflación a un año plazo se han mantenido en el punto medio (3%) de ese rango meta, lo que sugiere que el público otorga credibilidad al compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable.

Para los próximos meses el Banco Central no anticipa cambios en los determinantes macroeconómicos de la inflación, y aunque hay elementos de naturaleza transitoria, el balance de riesgos indica que la inflación tenderá a ubicarse por debajo del punto medio del rango meta.

**El colón se ha mantenido fluctuando alrededor de una tendencia horizontal en los últimos tres o cuatro meses.** Al 25 de febrero de 2020 el tipo de cambio fue similar al registrado al término de 2019, pero presentó una variación interanual de -6,3%, pues a la fuerte depreciación de fines del 2018 le siguió una recuperación del valor del colón en la primera mitad de 2019 (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Tipo de cambio promedio de Monex**  
Colones por dólar



Fuente: BCCR.

<sup>3</sup> Mayores a la tasa en que se estabilizaría la inflación.

En lo que transcurre del año el superávit de las operaciones cambiarias con el público evolucionó acorde con lo previsto en la programación macroeconómica y superó lo observado en igual período de años anteriores (Cuadro 2).

Este superávit, explicado principalmente por una mayor cantidad ofrecida, permitió atender los requerimientos del sector público no bancario (contemporáneos y parte de la demanda futura) y que los intermediarios cambiarios incrementaran su posición en moneda extranjera.

En lo que respecta a las reservas internacionales netas del Banco Central, su saldo fue de USD 8.107,4 millones el 25 de febrero último, con una reducción en el mes de enero que refleja el efecto del pago anticipado del crédito concedido al BCCR por el Fondo Latinoamericano de Reservas (USD 630,0 millones). Ese saldo equivale a 12,4% del PIB anual estimado para el 2020 y permitiría atender 6,8 meses de importaciones de bienes del régimen definitivo, pero el Banco Central tiene vigente un programa de compra de reservas para fortalecer aún más esa posición.

**Cuadro 2. Indicadores del mercado cambiario al primer bimestre de cada año**  
Millones de USD

	2017	2018	2019	2020
<b>Resultado neto en ventanillas</b>	<b>-97</b>	<b>196</b>	<b>150</b>	<b>489</b> <sup>1/</sup>
Compras (promedio diario)	67	74	73	84
Ventas (promedio diario)	69	69	69	71
<b>Saldo posición moneda extranjera (prom. diario)</b>	<b>1.363</b>	<b>1.459</b>	<b>1.292</b>	<b>1.694</b> <sup>1/</sup>
Variación acumulada	27	77	7	91
<b>Monto negociado en MONEX (promedio diario)</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
<b>Operaciones de BCCR para SPNB</b>				
Requerimiento neto divisas SPNB	172	278	130	295
Compras BCCR en Monex	97	151	201	388
Cambio en resultado operaciones para SPNB	-75	-127	71	99
<b>Ventas netas por estabilización</b>	<b>138</b>	<b>60</b>	<b>11</b>	<b>1</b>
<b>Cambio en Reservas internacionales netas</b>	<b>-117</b>	<b>-131</b>	<b>32</b>	<b>-805</b> <sup>1/</sup>

<sup>1/</sup> Para el 2020 incluye información al 25 de febrero, salvo lo referido a ventanillas y posición en moneda extranjera que corresponde al día 24.

Fuente: BCCR.

En síntesis, la información disponible a la fecha señala que el proceso de recuperación de la actividad económica continúa, apoyado en parte por una política monetaria expansiva, y en un contexto de inflación contenida. Existe, sin embargo, una incertidumbre creciente sobre el desempeño macroeconómico mundial ante los riesgos que introduce el brote del coronavirus. El Banco Central sigue de cerca estos acontecimientos en procura de tomar las medidas necesarias de manera oportuna.