

Comentario sobre la economía nacional N.º 12 - 2021

27 de diciembre del 2021

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 6039-2021 del 15 de diciembre del 2021, realizó el análisis de la coyuntura macroeconómica nacional e internacional. Este análisis sustentó la decisión de política monetaria adoptada en el artículo 10 de esta sesión, de aumentar el nivel de la Tasa de política monetaria (TPM) en 50 puntos base (p.b.) para ubicarla en 1,25% a partir del 16 de diciembre en curso. Si bien con este ajuste la política monetaria continúa expansiva, se acerca gradualmente a la posición de neutralidad. Del análisis realizado destaca lo siguiente¹.

A. Economía internacional

1. La recuperación económica mundial avanza, pero pierde impulso. En el informe publicado a principios de diciembre, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) previó que el crecimiento económico mundial alcance un 5,6% este año y 4,5% en el 2022, lo que representa un ligero ajuste a la baja respecto a la proyección de setiembre pasado (5,7% y 4,5%, respectivamente). Por primera vez, el informe incorpora la perspectiva de crecimiento para el 2023 y la ubica en 3,2%, lo cual representa un regreso a las tasas observadas previo a la pandemia.

La producción en la mayoría de los países de la OCDE ya superó el nivel registrado a finales de 2019. No obstante, el crecimiento ha perdido impulso en las economías avanzadas². La aparición de nuevas variantes del coronavirus, nuevas olas de contagio, los desequilibrios entre oferta y demanda, la escasez de mano de obra, y el aumento en costos de los insumos reducen el ritmo de la recuperación y presionan la inflación.

2. La OCDE advierte sobre riesgos crecientes en las proyecciones económicas. En particular, considera que las presiones inflacionarias son más fuertes y persistentes de lo previsto en meses previos. No obstante, esperan que estas desaceleren en el 2022, conforme se resuelvan los principales *cuellos de botella* en la producción y transporte de mercancías. Otros riesgos para el crecimiento mundial son, por un lado, una desaceleración brusca de la economía china, ante una contracción de su actividad inmobiliaria (debido a la incertidumbre sobre la solidez financiera de algunas de las mayores empresas de

esta industria) y, por otro, el deterioro sanitario ante la variante Ómicron³ y, con ello nuevas restricciones sanitarias.

3. En noviembre, el índice de gerentes de compra se mantuvo en la zona de expansión en las principales economías avanzadas. El índice de gerentes de compra (IGC)⁴ compuesto de Estados Unidos finalizó en 57,2 puntos en noviembre (57,6 en octubre), desaceleración asociada al retraso en el suministro de materiales⁵.

Según este indicador, en noviembre la actividad empresarial en la zona del euro se aceleró (tanto en manufactura como en servicios). Sin embargo, este repunte puede ser temporal, ya que la mayoría de las empresas consultadas en la encuesta, señalan que las expectativas de crecimiento están condicionadas por la expansión del COVID-19. (Gráfico 1)

Gráfico 1. Índice de gerentes de compra
En puntos



Fuente: Bloomberg.

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

² Para Estados Unidos supuso un crecimiento de 5,6% y 3,7% para el 2021-2022 (en ese orden, 6,0% y 3,9% la estimación previa) y apunta a 2,4% para el 2023. Para la zona del euro estima 5,2% y 4,3% para ese bienio (5,3% y 4,6% publicado en el informe previo) y un 2,5% para el 2023.

³ Este riesgo se ha mitigado ante informes preliminares de que un refuerzo de la vacuna sería efectivo.

⁴ El Índice de Gerentes de Compras es un indicador que refleja la situación económica de un país basado en los datos de una encuesta mensual a los gestores de compra de las empresas más representativas. Si el índice supera el valor de 50 indica una expansión y por debajo señala contracción.

⁵ Las dificultades en las cadenas de suministro de mercancías provocaron aumentos en los costos de producción. Por ello, el IGC de manufactura se redujo 0,1 (hasta 58,3). Por su parte, el IGC de servicios bajó a 58,0 (58,7 el mes previo) ante la resistencia al incremento de precios en los servicios.

La actividad empresarial en Japón también mejoró en noviembre (en manufactura y servicios), ante el avance en la vacunación y la eliminación en las restricciones sanitarias.

4. **La tasa de desempleo mejora en la mayoría de los países, pero a un ritmo más lento que la actividad económica.** A manera de referencia, en noviembre la economía estadounidense generó 210.000 nuevos puestos de trabajo, por debajo de las estimaciones de los analistas económicos, y la tasa de desempleo disminuyó 0,4 p.p. respecto al mes anterior, para ubicarse en 4,2% (3,5% prepandemia). Por su parte, la tasa de desempleo en la zona del euro pasó de 7,4% en setiembre a 7,3% un mes después (7,4% prepandemia), con las mayores tasas en España (14,5%) y Grecia (12,9%).

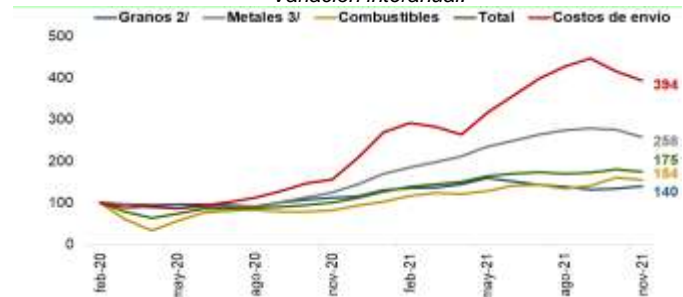
5. **Los precios de las materias primas y fletes continúan en niveles superiores a lo observado previo a la pandemia, aunque moderan su ritmo de crecimiento.** En el 2021, los precios del petróleo aumentaron como resultado de la recuperación económica (a finales de octubre el barril de petróleo WTI registró un máximo de USD 84,65). Aunque las presiones alcistas bajaron en semanas recientes, las cotizaciones se mantienen en valores superiores a los registrados a principios del 2020. En particular, el 8 de diciembre el precio promedio del barril de petróleo WTI alcanzó USD 68,12 por barril, con una disminución de 12,8% respecto a la cotización media de noviembre. El anuncio por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de un aumento en la producción de 400.000 barriles diarios a partir de enero y el avance de la variante Ómicron explican ese comportamiento a la baja. (Gráfico 2)

Por otra parte, el ritmo de crecimiento del índice de precios de materias primas importadas por Costa Rica se desacelera desde abril, cuando registró una variación interanual de 139,2% (máximo). A noviembre la variación interanual fue de 74,6%, pero los precios de las materias primas se mantienen en niveles superiores a los registrados previo al inicio de la pandemia.

Adicionalmente, el índice de costos de envío, calculado a partir de las tarifas de transporte marítimo por contenedores de Shanghai muestra a setiembre de 2021 un incremento de hasta cuatro veces en su valor con respecto a febrero de 2020 (gráfico 2). Por su parte, el Global Container Freight Index, que mide el costo promedio de transporte de contenedores de

40 pies en 12 rutas comerciales, muestra una tendencia al alza en los costos de transporte desde los USD 1.400 por contenedor a principios de 2020 hasta valores superiores a los USD 11.000 en setiembre de 2021. No obstante, este índice ha tendido a disminuir desde entonces y para diciembre registra valores inferiores a los USD 9.500 por contenedor.

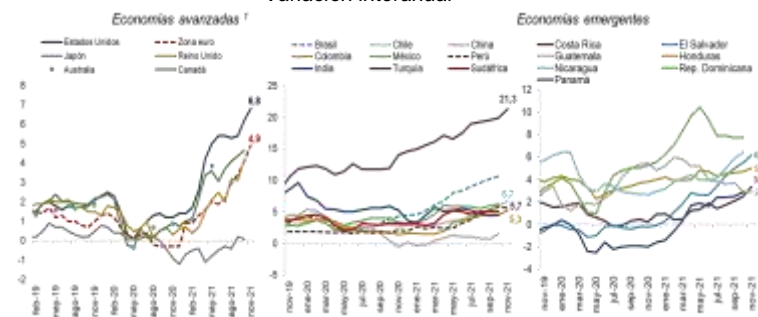
Gráfico 2. Índice de precios de materias primas importadas¹
Variación interanual.



¹Las ponderaciones son datos anuales móviles (febrero 2020 =100), tal que el ponderador del producto *i* para el año *t* corresponde al peso relativo de ese producto en las importaciones del año *t-1*. Los costos de envío se refieren a la tarifa de transporte marítimo por contenedores de Shanghai. ² Granos básicos: trigo maíz, soya y arroz. ³ Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre. Fuente: Bloomberg.

6. **El incremento en el precio de las materias primas y en los costos de los fletes marítimos, propiciaron el repunte de la inflación en varios países⁶.** En particular, la inflación en Estados Unidos, medida por el Índice de precios al consumidor (IPC), alcanzó 6,8% en noviembre pasado, la mayor tasa desde 1982. Al respecto, el presidente del Sistema de la Reserva Federal señaló que “probablemente sea un buen momento para retirar la palabra transitoria” en relación con la caracterización de la inflación reciente. (Gráfico 3)

Gráfico 3. Tasas de inflación
Variación interanual



¹ Australia publica la inflación con periodicidad trimestral. Fuente: Bloomberg.

⁶ A la fecha, de una muestra de 22 países, que incluyen economías avanzadas, emergentes y de la región de Centroamérica, Panamá y

República Dominicana, 16 (73%) muestran tasas de inflación superiores a 4%.

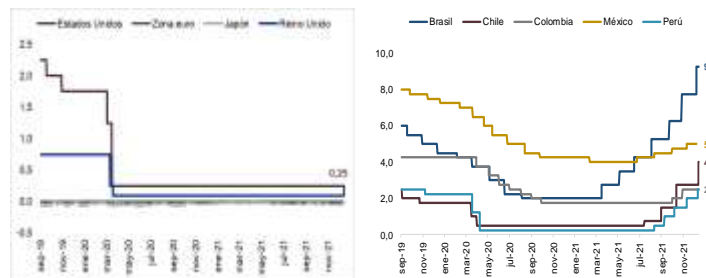
Por su parte, la inflación interanual en la zona del euro fue de 4,9% en noviembre (4,1% en octubre), desde 0,9% febrero último y 0,4% en julio del 2020. La inflación de los socios comerciales de nuestro país⁷ fue 5,0% en octubre del 2021 (promedio de 2,1% en 2019 y 1,4% en 2020).

7. En algunas economías emergentes las presiones inflacionarias han provocado un endurecimiento de la postura de la política monetaria. Así, por ejemplo, en lo que transcurre del año (al 15 de diciembre) el incremento acumulado en las tasas de política monetaria (TPM) ha sido de: 725 p.b. en Brasil; 350 p.b. en Chile; 75 p.b. en Colombia; 75 p.b. en México y 225 p.b. en Perú, hasta alcanzar niveles de 9,25%, 4,0%, 2,50%, 5,00% y 2,50%, en igual orden.

Por su parte, algunas economías avanzadas han hecho explícito el pronto retiro del estímulo monetario no convencional. Por ejemplo, en Estados Unidos, el

Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto aprobó el recorte de sus compras mensuales de bonos a partir de la segunda mitad de noviembre (USD 15.000 millones mensuales en sus compras de bonos del Tesoro y valores garantizados con hipotecas) con finalización en el 2022. (Gráfico 4)

Gráfico 4. Tasa de política monetaria
En porcentajes



Fuente: Bloomberg.

Economía nacional

1. Proceso de recuperación de la economía local continúa firme, aunque modera su ritmo de crecimiento. En octubre del 2021, el Índice mensual de actividad económica (IMAE), en su serie de tendencia ciclo, registró una tasa de variación interanual de 10,0% (-5,7% en octubre del 2020). Con este resultado, se cumplen ocho meses consecutivos de tasas de variación positivas; si bien los crecimientos continúan altos, en los últimos tres meses el aumento interanual ha mostrado una desaceleración, lo cual denota que los efectos base en este indicador empiezan a disiparse.

Por su parte, la serie desestacionalizada mostró una variación trimestral anualizada del 6,4% (10,4% en el mes previo). Ello sugiere que el impulso de la recuperación se modera, lo cual es esperable conforme los niveles de actividad económica se normalizan (Gráfico 5)

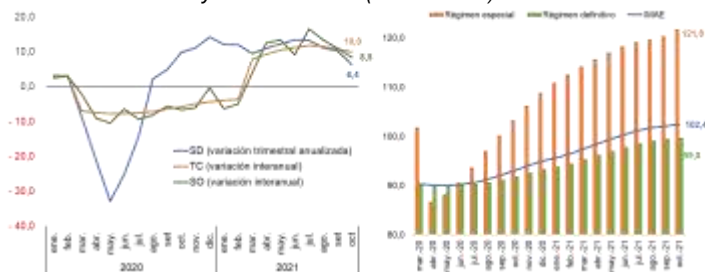
Si se compara con el mes previo al inicio de la pandemia (febrero del 2020), la actividad económica a octubre es superior en 2,4%.

Por actividad económica, se observa que la mayoría de las industrias superó los niveles prepandemia. Destaca la manufactura, con un valor superior en 14,6 p.p. al nivel de actividad prepandemia, seguido de la producción de servicios de información y comunicaciones (7,7 p.p.) y las actividades profesionales, administrativas y servicios de apoyo (5,1 p.p.). Por otra parte, las actividades que aún presentan niveles de producción inferiores a los registrados en febrero del 2020 son transporte y almacenamiento, construcción, administración pública y hoteles y restaurantes.

Por régimen de comercio, el nivel de actividad de las empresas amparadas a regímenes especiales se situaba 21.8 p.p. por encima del registrado en febrero del 2020, mientras que el de las empresas en régimen

Gráfico 5. IMAE

Variación interanual (TC_SO) y trimestral (SD) y nivel del índice (Feb-20=100)



Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR)

⁷ Cálculo realizado por el Banco Central de Costa Rica, con base en una canasta de 17 países que tienen la mayor ponderación en el comercio bilateral del país.

definitivo se situaba en 99,8%, con lo que prácticamente alcanzó el nivel prepandemia.

- 2. La tasa de desempleo disminuye, explicada por una menor participación en el mercado laboral.** En el trimestre móvil terminado en octubre, se registró una tasa de desempleo de 15,0%; inferior en 5,0 p.p. y 9,4 p.p. a la de diciembre y julio del 2020, respectivamente⁸. Similarmente, el subempleo bajó 1,2 p.p. en el mes, para ubicarse en 12,2% (8,4 p.p. menos respecto a diciembre pasado). (Gráfico 6)

Gráfico 6. Indicadores del mercado laboral
En porcentajes



Fuente: INEC y BCCR.

Sin embargo, la reducción en la tasa de desempleo a octubre es menor que las registradas entre julio y setiembre, y obedeció a una menor participación en el mercado laboral. En particular, la tasa neta de participación disminuyó en 0,5 p.p. respecto al mes anterior, y se ubicó en 60,4%, mientras que la tasa de ocupación fue de 51,4% (menor en 0,3 p.p. respecto a setiembre). Con estos resultados, se rompe la tendencia de incrementos en la ocupación observada en los tres meses previos.

- 3. Las exportaciones muestran mayor dinamismo.** Según cifras preliminares a noviembre del 2021, la balanza comercial de bienes acumuló una brecha negativa de USD 3.717,2 millones, equivalente a 5,9% del PIB (4,2% en igual periodo del 2020). Este resultado se vincula con el aumento de 29,1% y 25,2% en las compras y ventas externas, en ese orden.

El crecimiento señalado para las importaciones se asocia con el mayor valor de la compra de hidrocarburos⁹, así como con la compra de insumos (para las industrias del plástico, metalúrgica y alimenticia), bienes de consumo (productos textiles, vehículos y alimenticios) y de capital. (Gráfico 7)

Por otra parte, el aumento en las exportaciones de mercancías estuvo vinculado principalmente con el comportamiento de las empresas que operan en regímenes especiales (31,9% en términos interanuales), aunque las exportaciones de empresas del régimen definitivo también mostraron un crecimiento significativo (16,7%). Por tipo de bien, destacó la mayor venta de productos manufacturados, principalmente implementos médicos, concentrados para bebidas gaseosas, además de piña.

Gráfico 7. Exportaciones e importaciones de bienes
Acumulado móvil trimestral, millones de USD



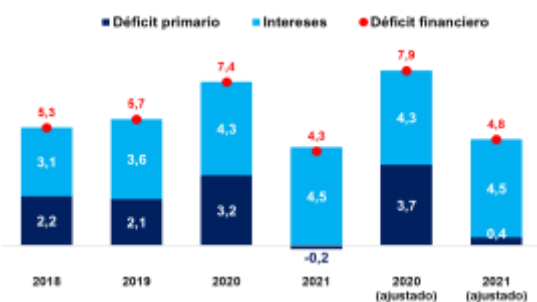
Fuente: BCCR.

- 4. Las cifras fiscales acumuladas a noviembre del 2021 muestran una significativa mejora respecto al año anterior.** En noviembre los resultados primario y financiero mejoraron respecto a lo observado 12 meses atrás. Este comportamiento responde a la mayor recaudación tributaria ante una recuperación en la actividad económica más rápida de lo esperado, el mejor rendimiento de las reformas tributarias contempladas en la Ley 9635, la consolidación de las operaciones de los órganos desconcentrados con las del Gobierno Central (GC) a partir del 2021 (Ley 9524) y el traslado de recursos de “superávit libres” de algunas entidades públicas (leyes 9371 y 9925). El mejor desempeño fiscal también denota la contracción del gasto primario (excluye intereses), asociada a la aplicación de la regla fiscal. (Gráfico 8)

⁸ Desde que se tienen registros de la Encuesta Continua de Empleo (tercer trimestre de 2010), el valor máximo de la tasa de desempleo se alcanzó en julio de 2020.

⁹ La factura petrolera ascendió a USD 1.366,1 millones, para una tasa de crecimiento interanual de 80,4%, que combinó el incremento en el precio medio de la mezcla de hidrocarburos (55,1%) y en la cantidad de barriles (16,3%).

Gráfico 8. Gobierno Central
Resultados financiero y primario
Porcentajes del PIB a noviembre de cada año



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

En efecto, el GC acumuló a noviembre del 2021 un superávit primario de 0,2% del PIB, que contrasta con el déficit de 3,2% de igual periodo del año anterior. Asimismo, el déficit financiero ascendió a 4,3% del PIB (7,4% a noviembre del 2020). Los mejores resultados prevalecen aún si se ajustan las cifras para tener bases comparables que excluyan los efectos de algunos cambios legales: a noviembre del 2021 se tendrían un déficit primario y financiero de 0,4% y 4,8% del PIB, respectivamente (déficit de 3,7% y 7,9% en el mismo periodo del 2020).

Por su parte, el financiamiento neto del GC a noviembre del 2021 se ejecutó mayormente con la colocación neta de deuda interna (en especial, en el sistema financiero). Estos recursos permitieron atender el déficit financiero y acumular depósitos en el BCCR, en un contexto de bajas tasas de interés.

5. **A pesar del reciente aumento en la Tasa de Política Monetaria (TPM) por parte del Banco Central, las tasas de interés se mantienen bajas.** El 15 de diciembre la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR) acordó incrementar en 50 p.b. la Tasa de Política Monetaria (TPM), ubicándola en 1,25%. Aun con este ajuste, la postura de la política monetaria sigue siendo expansiva pues la TPM se mantiene por debajo de la tasa de interés neutral estimada por el BCCR.

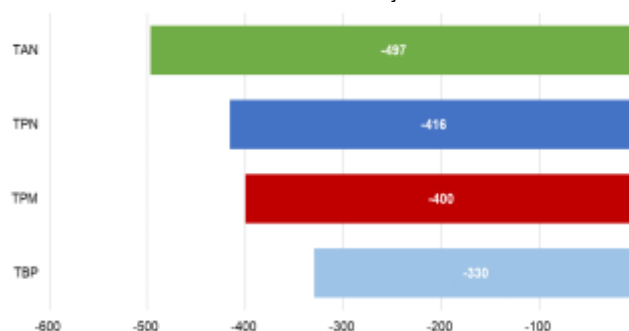
Las proyecciones de inflación la ubican dentro del rango de tolerancia establecido por el BCCR en torno a la meta. Sin embargo, existen factores de riesgo que podrían presionarla al alza en los próximos meses, tales como los factores externos (sobre todo la dinámica observada en los precios internacionales de las materias primas); el comportamiento al alza de los precios al productor y su potencial traslado a la

inflación al consumidor; el fuerte desempeño de la economía nacional y el cierre previsto de la brecha de producto; y la recuperación de los salarios promedio a los niveles observados en prepandemia. Por todo ello, la Junta Directiva consideró oportuno iniciar un proceso de aumentos graduales de la TPM para acercarla de manera ordenada a una postura neutral.

Por otra parte, la tasa de interés activa negociada (TAN) en colones se ubica en 8,5%, lo que significó una reducción de 510 p.b. respecto al referente en marzo de 2019. Por actividad económica, destaca la reducción en las tasas para consumo con tarjetas, construcción, agricultura y comercio. (Gráfico 9)

En cuanto a las tasas de interés pasivas, estas continúan estables y bajas; en particular, la Tasa Básica Pasiva se ha ubicado en torno a 2,8% desde octubre del 2021, con un mínimo histórico de 2,75% a principios de noviembre.

Gráfico 9. Tasas de interés SFN
Puntos base de ajuste



Fuente: BCCR.

El premio por ahorrar en colones¹⁰ continuó en valores negativos en noviembre, influido por las bajas tasas de interés locales y el incremento en las expectativas de variación cambiaria, influido por el comportamiento alcista en el tipo de cambio. A pesar de ello, no se observa aún un proceso de dolarización del ahorro total, sino más bien un cambio en la composición del portafolio de activos financieros en dólares desde instrumentos emitidos por el Ministerio de Hacienda hacia instrumentos bancarios (ver Gráfico 10). Sin embargo, la persistencia de premios negativos constituye un riesgo para la dolarización del ahorro.

6. **Continúa la moderación del crecimiento de los agregados monetarios y el impulso del crédito al sector privado originado en operaciones denominadas en colones.** Mientras el 2020 se

¹⁰ El premio sobre depósitos emitidos por los intermediarios financieros. Se calcula como la diferencia de la tasa negociada en colones entre el intermediario financiero y el ahorrante y el rendimiento financiero,

expresado en colones (tasa y variación cambiaria esperada) de constituir dicho ahorro en dólares.

caracterizó por un elevado dinamismo de los agregados monetarios, consecuente con un aumento en la preferencia por liquidez de los agentes económicos, en los últimos meses se observa un retorno a tasas cercanas al 5%, coherente con la evolución de la producción. (Gráfico 10)

Gráfico 10. Agregados monetarios



Fuente: BCCR.

Por su parte, el crédito al sector privado creció a una tasa interanual de 2,0% (-0,3% en noviembre del 2020), coherente con el dinamismo de la actividad económica observado particularmente a partir de la segunda mitad del año. Este comportamiento ha sido impulsado, principalmente, por las colocaciones en moneda local, cuya tasa alcanzó 4,7% (1,8% un año atrás), pues la moneda extranjera se contrajo en 2,5% (-3,7% un año antes). Dado lo anterior, la colonización del crédito continúa y la participación de la moneda extranjera dentro del total se ubicó en 35,8%¹¹ en noviembre. (Gráfico 11)

Gráfico 11. Crédito al sector privado por moneda



Fuente: BCCR.

- 7. Pese a la mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, se mantienen las presiones al alza en el tipo de cambio.** El superávit de las operaciones cambiarias de los intermediarios con el público al 16 de diciembre del 2021 acumuló USD 2.363 millones, superior a lo observado en igual lapso del bienio previo (USD 1.507 millones y USD 2.164

millones en el 2020 y 2019, en ese orden). A pesar de ello, el requerimiento del Sector Público no Bancario¹² también subió, por lo que el BCCR solo pudo atender parcialmente esos requerimientos y debió vender reservas para esos fines.

Gráfico 12. Tipo de cambio del Monex
Colones por USD



Fuente: BCCR.

Al 17 de diciembre el tipo de cambio promedio ponderado en Monex registró una variación acumulada de 3,8% e interanual de 5,2%. (Gráfico 12)

Finalmente, al saldo de RIN al 17 de diciembre alcanzó USD 6.618 millones, equivalente al 10,7% del PIB.

- 8. La inflación continúa dentro del rango de tolerancia del BCCR, aunque supera la meta de largo plazo.** En noviembre, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 3,35% (0,8 p.p. mayor respecto al mes previo). Este resultado lleva a dos observaciones: i) por tres meses consecutivos la inflación se ubica dentro del rango de tolerancia establecido por el BCCR y, ii) desde marzo del 2015 no registraba valores superiores a la meta de largo plazo (3,0%). No obstante, el promedio de los indicadores subyacentes de inflación (2,3%) si bien aumentó 0,4 p.p. con respecto al mes previo, continúa por debajo de la meta de inflación de largo plazo. (Gráfico 13)

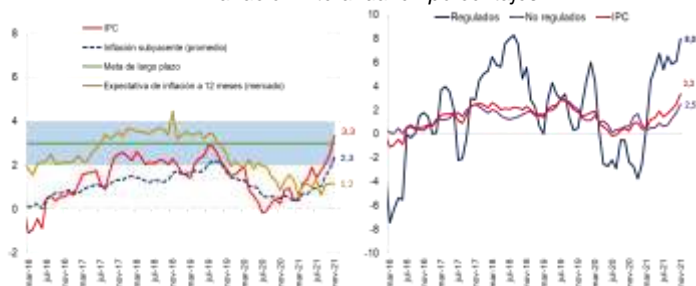
La aceleración de la inflación en meses recientes se origina fundamentalmente en efectos base (por los bajos valores de inflación registrados hace un año) y en presiones externas (alta inflación internacional y el fuerte aumento en el costo de fletes marítimos). Esas presiones externas se manifiestan en la evolución del Índice de precios al productor de la manufactura, que por cuarto mes consecutivo registró variaciones interanuales de dos dígitos (13,8% a noviembre).

¹¹ No considera el efecto del tipo de cambio en el saldo del crédito en dólares.

¹² Las mayores necesidades del SPNB responden, entre otros, al incremento en la factura petrolera como al servicio de la deuda pública denominada en dólares, principalmente del Ministerio de Hacienda.

Además, con el mayor ritmo de crecimiento económico local se estima que la brecha de producto ha tendido a cerrarse en los últimos meses. Y aun cuando las expectativas de inflación de mercado se mantienen bajas, la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía y empresarios sugiere valores cercanos al límite superior del rango de tolerancia definido para la inflación.

Gráfico 13. Indicadores de precios
Variación interanual en porcentajes



Fuente: INEC y BCCR.

Con la información disponible a la fecha, los modelos de pronóstico del Banco Central sitúan la proyección central de la inflación general entre 3% y 4% al término del 2021 y en el primer semestre del 2022; es decir, dentro del rango de tolerancia de ± 1 puntos porcentuales alrededor de la meta de 3%. Hacia adelante, sugieren que la inflación se moderaría y se mantendría por debajo de la meta en la segunda mitad del 2022. No obstante, el Banco Central, tal como lo indicó en su última decisión de política monetaria, se mantiene atento a los riesgos identificados¹³: un traslado hacia el consumidor de las presiones observadas en los precios al productor de la manufactura y en los costos laborales, así como efectos de segunda ronda asociados con un incremento en las expectativas de inflación.

¹³ De mantenerse los altos precios internacionales, costos de transporte marítimo y una mayor depreciación del colón, los riesgos al alza se acentúan.