

# Comentario sobre la economía nacional N.º 8 - 2021

27 de agosto del 2021

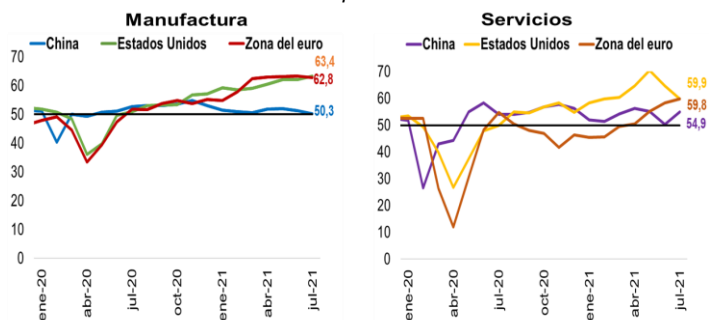
La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 6019-2021 del 18 de agosto del 2021, realizó el análisis de la coyuntura macroeconómica nacional e internacional. De este análisis destaca lo siguiente<sup>1</sup>.

## A. Economía internacional

### 1. Los indicadores de corto plazo dan señales de moderación en el ritmo de recuperación económica.

En particular, el índice compuesto de gerentes de compra (IGC)<sup>2</sup> de servicios de Estados Unidos disminuyó en julio, por segundo mes consecutivo, hasta 59,9 puntos, esto es 3,8 puntos menos con respecto al mes anterior. (Gráfico 1)

**Gráfico 1. Índice de gerentes de compra**  
En puntos



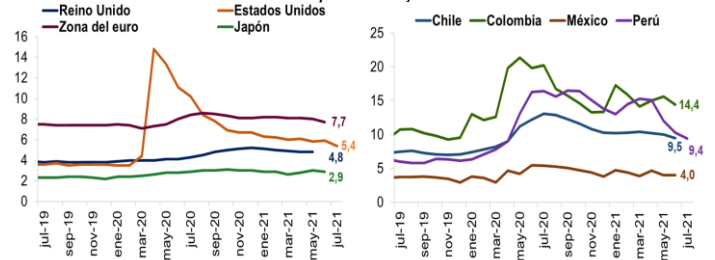
Fuente: Informes de la OCDE y el Banco Mundial.

En el caso de la zona del euro, la señal en la manufactura es similar, ese mes el IGC se ubicó en 62,8 puntos (0,6 puntos menos con respecto al mes previo); en contraste, el IGC de servicios aumentó a 59,8 puntos (58,3 puntos en junio), impulsado por una mayor demanda externa. En China, el IGC para la manufactura bajó a 50,3 puntos (51,3 puntos en junio), consecuente con la demanda externa de bienes que se contrajo por primera vez en más de un año y el incremento en los precios de las materias primas.

### 2. Pese a la recuperación económica, la tasa de desempleo se mantiene aún en niveles superiores a los existentes prepandemia. A manera de referencia, la tasa de desempleo de Estados Unidos bajó 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 5,4% en julio (3,7% en

promedio durante el 2019), al crearse 943.000 nuevos puestos de trabajo, de los cuales el sector privado aportó 703.000. (Gráfico 2)

**Gráfico 2. Tasas de desempleo en algunos países**  
En porcentajes



Fuente: Bloomberg.

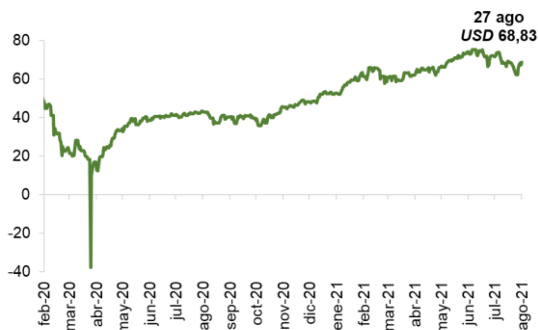
Asimismo, en ese país se registraron en agosto 12.000 solicitudes de subsidio por desempleo menos que en julio; sin embargo, la cantidad de solicitudes asciende a 375.000, cifra superior a lo observado previo a la pandemia (256.000). No obstante, la cantidad de solicitudes se ha reducido significativamente desde el valor récord de 6,1 millones registrado a principios de abril del 2020.

### 3. Precio del petróleo muestra una reducción en agosto. Al 27 de agosto el precio promedio del barril de petróleo WTI mostró una disminución de 7,2% con respecto a la cotización media de julio. En este resultado influyeron las previsiones de una menor demanda global ante la propagación de la variante Delta del COVID-19, así como la posibilidad de que el Sistema de la Reserva Federal inicie la reducción de su programa de compra de activos este año. No obstante, interrupciones en la producción en el Golfo de México debido a factores climáticos mitigó ese efecto en la última semana. (Gráfico 3)

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

<sup>2</sup> El Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) es un indicador que refleja la situación económica de un país basado en los datos obtenidos por una encuesta mensual de sus empresas más representativas que realizan los gestores de compras. Si el índice PMI resultante está por encima de 50, indica una expansión; por debajo de 50, contracción y si es inferior a 42, anticipa una recesión.

**Gráfico 3. Precio del petróleo WTI**  
USD por barril



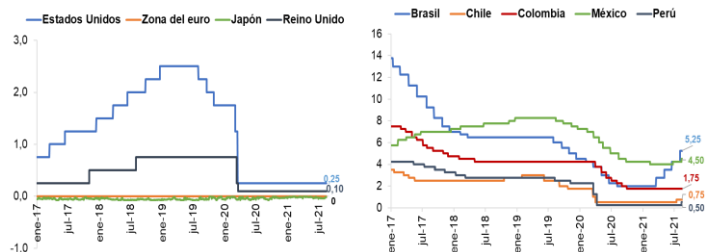
Fuente: Bloomberg.

4. **El incremento en el precio de las materias primas y los efectos base propiciaron un aumento en la inflación en algunos de los principales socios comerciales.** En Estados Unidos, la inflación medida por el Índice de precios al consumidor (IPC), ascendió en julio pasado a 5,4% (incremento igual al del mes previo cuando fue la mayor en 13 años).

No obstante, la variación mensual de la serie desestacionalizada mostró una desaceleración al pasar de 0,9% en junio a 0,5% en julio. Por su parte, la inflación interanual en la zona del euro aumentó a 2,2% en julio desde 1,9% en junio y, la de los socios comerciales fue 4,1% en junio (4,0% en mayo).

5. **Las presiones inflacionarias han llevado a bancos centrales de algunas naciones emergentes latinoamericanas a endurecer su política monetaria en lo que transcurre del 2021.** El Banco de México incrementó la tasa de política monetaria (TPM), por segunda vez consecutiva, en 25 puntos base (p.b.) hasta 4,5% el 12 de agosto, ya que “consideró necesario reforzar la postura monetaria a fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación y propiciar un ajuste ordenado de precios relativos y la convergencia de la inflación a la meta de 3%”. Por su parte, el Banco Central de Brasil ha aumentado la TPM en cuatro ocasiones consecutivas para un total de 325 p.b. hasta 5,25%. El Banco Central de Chile también ajustó al alza la TPM en 25 p.b. hasta 0,75% el 15 de julio. (Gráfico 4)

**Gráfico 4. Medidas de política monetaria**  
En porcentajes



Fuente: Bloomberg.

Por su parte el Banco Central de Reserva del Perú en su reunión del 12 de agosto estableció la TPM en 0,5%, lo que representa un incremento de 25 p.b. Sin embargo, aclaró que es apropiado mantener una postura expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes.

6. **Los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se mantienen al alza, aunque con reversiones temporales y los mercados financieros muestran estabilidad.** El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se ubicó en 1,36% al 12 de agosto, cifra que contrasta con los valores inferiores al 1,0% observados entre marzo y diciembre del 2020. Por su parte, los mercados financieros muestran relativa estabilidad, como referencia el índice VIX<sup>3</sup> registró 15,59 puntos en la fecha indicada. (Gráfico 5).

**Gráfico 5. Indicadores de mercados financieros**



Fuente: Bloomberg.

<sup>3</sup> El índice VIX mide la volatilidad de las opciones del mercado de Chicago (CBOE o Chicago Board Options Exchange) en el índice S&P500 (Standard & Poor's 500). Valores inferiores a 20 se asocian con períodos

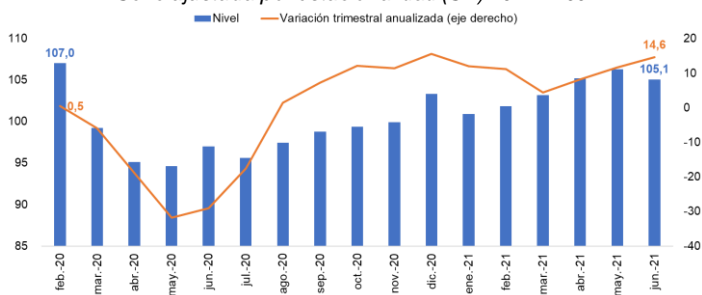
de relativa calma o estabilidad, entre 20 y 30 con volatilidad moderada y superiores a 30 con alta volatilidad.

**1. La actividad económica continúa en recuperación.**

La serie de tendencia ciclo del Índice mensual de actividad económica (IMAE) en junio registró una variación interanual de 8,1% (-7,3% en junio del 2020) y por cuarto mes consecutivo presentó tasas de variación positivas y crecientes con lo que la tasa media de este indicador fue de 3,5%, en el primer semestre del 2021.

Como puede constatare los diferentes indicadores dan cuenta del proceso de recuperación económica que mantiene su impulso, pero al comparar el nivel de la serie del IMAE desestacionalizada a junio del 2021 con respecto al de febrero del 2020 (para aislar los efectos base asociados a la pandemia), la actividad económica aún se encuentra por debajo de los niveles de inicios del año anterior. (Gráfico 6)

**Gráfico 6. IMAE**  
Serie ajustada por estacionalidad (SD) 2017=100



Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR)

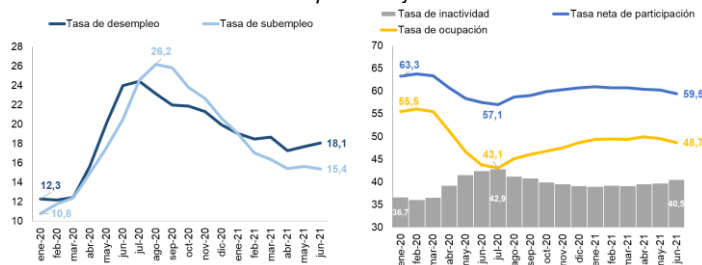
Por régimen de comercio, continúa el crecimiento de los regímenes especiales, que muestran una variación interanual del 30,7%, explicado principalmente por la manufactura de implementos médicos y concentrados para bebidas gaseosas, en tanto que el régimen definitivo presenta, por cuarto mes consecutivo, tasas positivas de variación interanual que, particularmente, en junio fue de 5,9%, en buena medida, asociada con la mayor producción en actividades como hoteles y restaurantes, transporte, almacenamiento y manufactura.

**2. La tasa de desempleo registró un aumento por segundo mes consecutivo.**

En el trimestre móvil finalizado en junio, la tasa de desempleo se ubicó en 18,1%; 0,4 p.p. más que en el trimestre móvil previo, pero 5,9 p.p. menos con respecto a lo registrado un año atrás (Gráfico 7). El incremento en el desempleo se debe, principalmente, a la caída en la ocupación (poco más de 32 mil empleos con respecto al trimestre móvil anterior). Sin embargo, el subempleo se mantiene a la

baja, y en junio alcanzó un 15,4% (0,3 p.p. menos que el mes previo).

**Gráfico 7. Indicadores del mercado laboral**  
En porcentajes

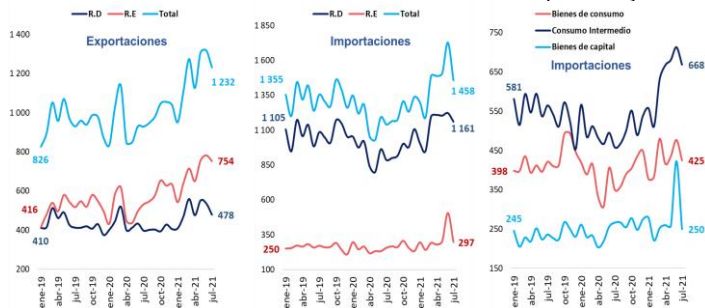


Fuente: INEC y BCCR.

**3. Las exportaciones mantienen el dinamismo y las importaciones son impulsadas por las compras de insumos e hidrocarburos.**

Según datos preliminares a julio, la balanza comercial de bienes acumuló una brecha negativa de USD 1.844 millones, equivalente a 3,0% del PIB (2,8% en igual periodo del 2020). Este resultado se vincula con el aumento de 26,9% y 22,9% en las ventas y compras externas, y evidencia la recuperación de los flujos de comercio que ya alcanzan niveles superiores a los de prepandemia. (Gráfico 8)

**Gráfico 8. Exportaciones e importaciones de bienes**  
Variación interanual series tendencia ciclo en porcentajes



Fuente: BCCR.

El crecimiento de las exportaciones ocurre tanto en las empresas que operan en los regímenes especiales de comercio (36,3%) como en las del régimen definitivo (15,7%). Por tipo de bien, destacó la mayor demanda de productos manufacturados (implementos médicos, concentrados para bebidas gaseosas, barras de acero y cables eléctricos), así como de piña, flores, plantas y raíces vivas.

Por su parte, el comportamiento de las compras externas se asocia con la mayor compra de hidrocarburos, así como de insumos (de las industrias de plástico, metalúrgica, alimenticia) y de bienes de capital, principalmente, maquinaria relacionada con el proceso de ensamble de componentes electrónicos. Particularmente, la factura por hidrocarburos ascendió a casi USD 800 millones, para un aumento interanual de 54,8%, que combinó el incremento en el precio medio de la mezcla de hidrocarburos (37,9%) y en la cantidad de barriles (12,2%).

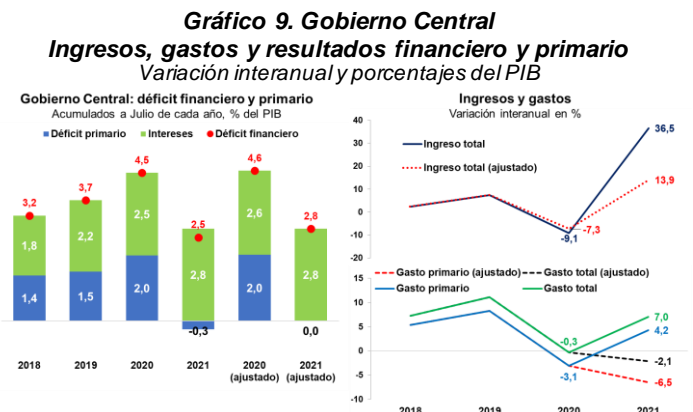
4. **Las cifras fiscales a julio del 2021 muestran una significativa mejora en comparación con el año anterior.** En particular, el incremento en la recaudación del impuesto sobre la renta asociado a las reformas contempladas en la Ley 9635; la consolidación de las operaciones de los órganos desconcentrados (OD) con las del Gobierno Central (GC) a partir del 2021 (Ley 9524), la recuperación en la actividad económica de los últimos meses y la contención de gasto asociada a la aplicación de la regla fiscal, contribuyeron a que el resultado primario acumulado a julio fuera un superávit de 0,3% del PIB, que contrasta con el déficit de 2,0% registrado 12 meses atrás. Sin embargo, al incluir los gastos por intereses, el déficit financiero ascendió a 2,5% del PIB (4,5% en igual lapso un año antes). (Gráfico 9)

con los déficit de 2,0% y 4,6% en el mismo periodo del 2020. Por tanto, es claro que, una vez descontados los efectos estadísticos antes señalados, en el presente año ha habido una mejora efectiva en los resultados fiscales, tanto por la mayor recaudación de ingresos como por la contracción de los gastos primarios.

Por otro lado, el financiamiento neto acumulado del GC a julio del 2021 mostró que la colocación neta de títulos de deuda interna<sup>4</sup> (en especial, en el sistema financiero por 2,6% del PIB) y el ingreso de créditos externos (1,1% del PIB), permitió atender no sólo el déficit financiero sino acumular depósitos en el BCCR (2,0% del PIB).

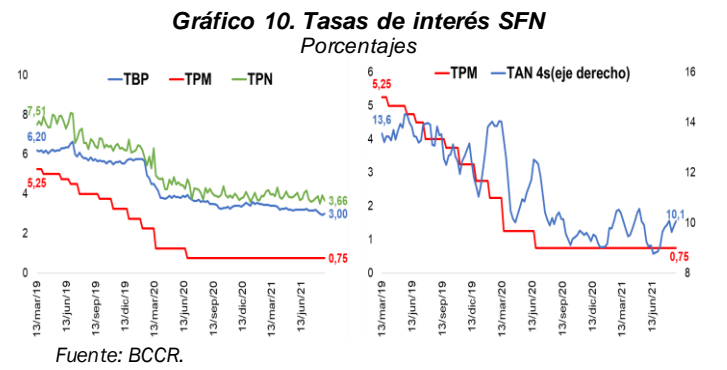
Dado lo anterior, según datos preliminares, la razón de la deuda del GC respecto al PIB se ubicaría en 71% este mes, es decir, 9,3 p.p. superior a lo registrado un año antes y 3,1 p.p. respecto al saldo de diciembre pasado.

5. **Las tasas de interés se mantienen estables.** La TPM se mantuvo en 0,75%<sup>5</sup>, (reducción acumulada de 450 p.b. desde marzo del 2019). Al 25 de agosto del 2021 la tasa de interés activa negociada en colones (TAN) se ubicó en 10,1% (13,6% en marzo del 2019). Esta disminución se observó en actividades asociadas al comercio, servicios y turismo y, en menor proporción, a créditos de consumo personal. (Gráfico 10)



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Dado que los datos del presente año están influidos por los efectos de la aplicación de las leyes 9635 y 9524, es preciso realizar algunos ajustes estadísticos que permitan estimar la magnitud del esfuerzo fiscal una vez que la medición se realice sobre "bases comparables". Al considerar estos ajustes, se estima que en julio del 2021 el resultado primario sería casi nulo, en tanto que el déficit financiero sería de 2,8% del PIB, comparado



Fuente: BCCR.

Por su parte, la tasa pasiva negociada (TPN y la Tasa Básica Pasiva (TBP) al 25 de agosto fueron de 3,66% y 3,0%, respectivamente, comparado con 7,51 y 6,20 en marzo del 2019.

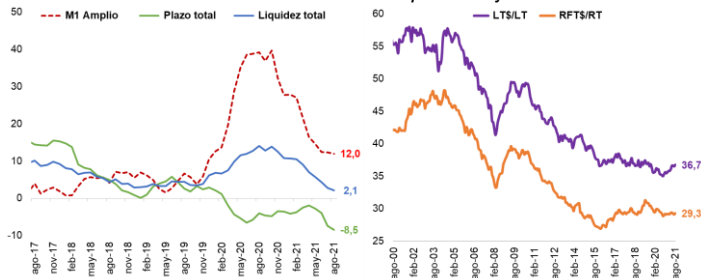
6. **Los agregados monetarios moderan su crecimiento, en tanto que el crédito en colones continúa al alza.** Persiste la moderación en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios altamente líquidos observada durante los primeros meses del año,

<sup>4</sup> En condiciones financieras favorables (menores tasas de interés y mayores plazos).

<sup>5</sup> Nivel histórico más bajo de este indicador. La última variación fue aplicada el 18 de junio del 2020.

previsiblemente como resultado de una menor incertidumbre de los agentes económicos en torno a las perspectivas sobre la evolución de la economía; en tanto que los agregados monetarios amplios muestran tasas de crecimiento acordes con el comportamiento observado y previsto para la actividad económica y la inflación. (Gráfico 11)

**Gráfico 11. Agregados monetarios**  
Variación interanual en porcentajes

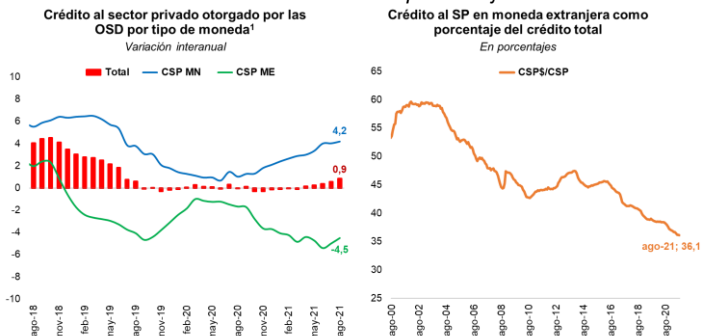


Fuente: BCCR.

Así, con información preliminar a agosto del 2021 la liquidez total (M3) creció 2,1% interanual (14,0% un año atrás), en tanto que la riqueza financiera total (RFT) aumentó un 3,9% (9,5% un año atrás). Por su parte, el ahorro financiero (RFT) no muestra indicios de dolarización y presenta un cambio en su composición desde títulos fiscales denominados en dólares a depósitos bancarios en moneda extranjera<sup>6</sup>.

Por otra parte, el crédito al sector privado en moneda local creció 4,2% en términos interanuales en agosto (1,0% un año antes); mientras que en el crédito en moneda extranjera (ME) registró una contracción de 4,5% (-1,7% en agosto del 2020). Esta dinámica implicó que la participación relativa del crédito en ME en la cartera total disminuyera de 38,2% en agosto del 2020 a 36,1% un año después. (Gráfico 12)

**Gráfico 12. Crédito al sector privado por moneda**  
Variación interanual en porcentajes



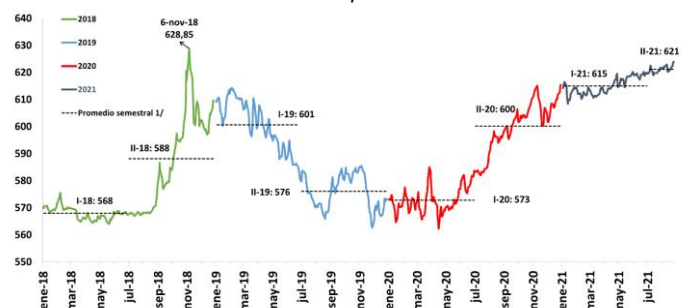
Fuente: BCCR.

<sup>6</sup> La valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

**7. Comportamiento del tipo de cambio refleja las condiciones estacionales de un menor superávit en el mercado privado de cambios.** Si bien por estacionalidad el segundo cuatrimestre del año presenta una menor disponibilidad relativa de divisas, el mercado privado de cambios es superavitario y al 26 de agosto acumuló un superávit de USD 1 516 millones, superior al observado en igual cantidad de días del 2020 (USD 1 328,7 millones). Ello le permitió al Banco Central adquirir en Monex USD 1 516,8 millones, monto similar a los requerimientos del resto del SPNB (USD 1 537,0 millones); no obstante, requirió vender en el primer semestre del año USD 640 millones al Gobierno Central, para atender el servicio de su deuda en moneda extranjera.

Al 26 de agosto, la variación interanual del tipo de cambio fue de 4,7% y la acumulada anual de 1,4%. (Gráfico 13)

**Gráfico 13. Tipo de cambio del Monex**  
Colones por USD



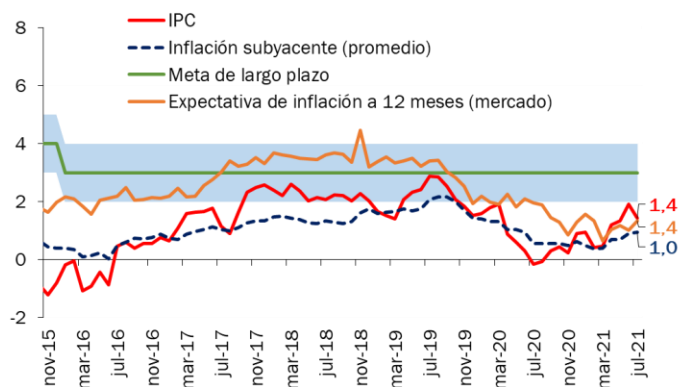
Fuente: BCCR.

La evolución del tipo de cambio en lo que transcurre del año ha requerido una mínima intervención del BCCR para acotar movimientos abruptos (las ventas por estabilización ascendieron a USD 8,6 millones). Al 25 de agosto<sup>7</sup> el saldo de RIN alcanzó USD 7 677,6 millones (12,4% del PIB), superior en USD 452,9 millones al de diciembre pasado.

**8. La inflación general se desacelera pese a presiones inflacionarias externas.** En julio, la inflación interanual continuó por debajo del rango de tolerancia establecido por el Banco Central para la meta de inflación (3% ± 1 p.p.). La inflación general fue de 1,4% (0,5 p.p. menor al mes previo) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue 1,0% (0,1 p.p. más que en junio). (Gráfico 14).

<sup>7</sup> El 23 de agosto se registró en las reservas del BCCR la asignación de Derechos Especiales de Giro del FMI por USD 502,2 millones.

**Gráfico 14. Indicadores de precios**  
Variación interanual en porcentajes



Fuente: INEC y BCCR.

En contraste, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) mantuvo la tendencia al alza en julio, cuando registró una variación interanual del 9,9% (0,5 p.p. más que en junio y 7,2 p.p. más que en diciembre del 2020).

Cabe destacar que la tendencia al alza en los precios internacionales de las materias primas aún no se manifiesta en los precios al consumidor. En términos generales, el comportamiento de estos indicadores es coherente con la persistencia de presiones desinflacionarias en la economía, manifiestas en una brecha negativa del producto, alto desempleo, expectativas de inflatión de mercado por debajo de la meta.