

# Comentario sobre la economía nacional N.º 9 - 2021

22 de setiembre del 2021

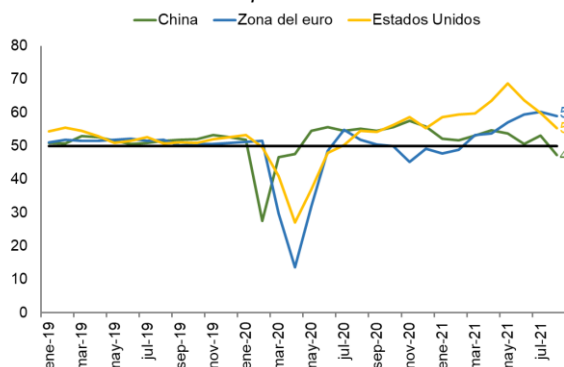
La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la sesión 6023-2021 del 14 de setiembre del 2021, realizó el análisis de la coyuntura macroeconómica nacional e internacional. Este análisis fundamentó la decisión de política monetaria adoptada en el artículo 7 de esta sesión, de mantener el nivel de la Tasa de política monetaria (TPM) en 0,75% y con ello continuar con una postura de política monetaria expansiva y contracíclica, en el tanto los pronósticos de inflación muestren que ésta se ubicaría por debajo de su valor meta en los próximos 24 meses. De este análisis destaca lo siguiente<sup>1</sup>.

## A. Economía internacional

### 1. Los indicadores de corto plazo muestran una moderación en el ritmo de recuperación económica.

El índice compuesto de gerentes de compra (IGC)<sup>2</sup> de servicios de Estados Unidos disminuyó en agosto, por tercer mes consecutivo, hasta 55,4 puntos, 4,5 menos que en el mes previo (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

En la zona del euro, el ritmo de crecimiento de la actividad manufacturera se moderó en agosto, según el IGC que bajó a 59 puntos desde 60,2 en julio. Por su parte, en China dicho indicador se desaceleró en agosto a 47,2 desde 53,1 en julio, es decir, se encuentra en la zona de contracción.

### 2. El desempleo continúa en niveles superiores a los observados antes de la pandemia.

A manera de referencia, la tasa de desempleo de Estados Unidos bajó apenas 0,2 puntos porcentuales (p.p.) hasta 5,4% en agosto (3,7% en promedio en el 2019), con una creación de 235.000 nuevos puestos de trabajo,

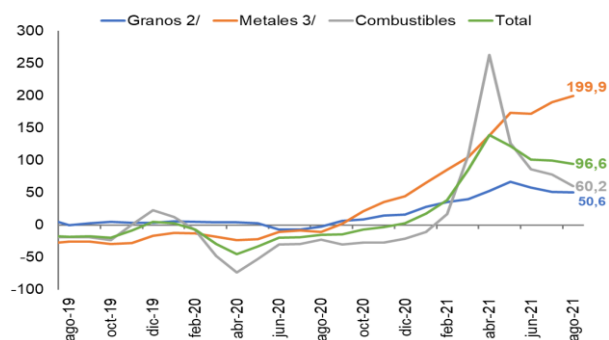
principalmente en las actividades de manufactura y servicios.

### 3. Los precios de las materias primas han tendido a la baja, aunque siguen en niveles altos.

En agosto el índice de precios de materias primas importadas registró un incremento interanual de 94,6%, menor en 5,1 p.p. al registrado en julio (Gráfico 2). En particular, al 7 de setiembre, el precio promedio de contado del barril de petróleo WTI fue de USD 69,2 por barril, con un aumento del 2,1% respecto a la cotización media de agosto. Este resultado incorpora el efecto del paso del huracán Ida por las costas del Golfo de México en agosto pasado, lo cual provocó una caída en las reservas de crudo en los Estados Unidos.

**Gráfico 2. Índice de precios de materias primas importadas**

Ponderaciones móviles<sup>1</sup> (2017=100). Variación interanual.



<sup>1</sup> Las ponderaciones son datos anuales móviles, tal que el ponderador del producto  $i$  para el año  $t$  corresponde al peso relativo de ese producto en las importaciones del año  $t-1$ . <sup>2</sup> Granos básicos: trigo, maíz, soja y arroz. <sup>3</sup> Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre. Fuente: Bloomberg, con información al 31-8-21.

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

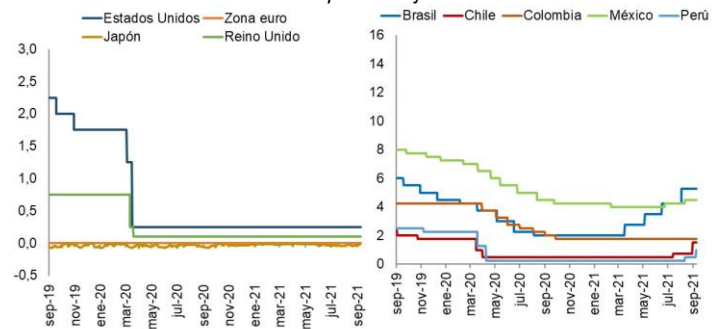
<sup>2</sup> El índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) es un indicador que refleja la percepción de la situación económica de acuerdo con los resultados obtenidos con una encuesta mensual a una muestra de gestores de compras. Si el índice PMI resultante está por encima de 50, indica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

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), en agosto pasado se ubicó en 5,3% (5,4% en los dos meses previos). No obstante, la variación mensual de la serie desestacionalizada mostró una desaceleración (0,9% en junio, 0,5% en julio y 0,3% un mes después). Por su parte, la inflación interanual en la zona del euro aumentó a 3,0% en agosto, aunque el Banco Central Europeo (BCE) prevé que ésta alcance un 2,2% en 2021, 1,7% en 2022 y 1,5% en 2023.

5. **Algunos bancos centrales moderan su postura expansiva de política monetaria.** Particularmente, en Brasil, México, Chile y Perú los bancos centrales han aumentado sus tasas de política monetaria (TPM), en tanto que a inicios de setiembre el BCE decidió reducir el ritmo de su programa de compra de bonos de

emergencia con respecto al presentado en los últimos dos trimestres. (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Tasa de política monetaria**  
En porcentajes



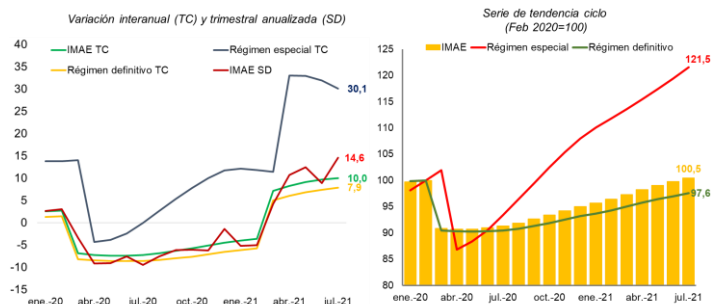
Fuente: Bloomberg.

## Economía nacional

1. **La actividad económica alcanza el nivel pre-pandemia.** La serie de tendencia ciclo del Índice mensual de actividad económica (IMAE) alcanzó en julio una tasa de variación interanual de 10,0% (-7,2% un año atrás), con lo que se acumulan cinco meses de tasas de variación positivas y crecientes. Además, el proceso de recuperación mantiene un buen ritmo, con un aumento trimestral anualizado de 13,7% de la serie ajustada por estacionalidad.

Cabe destacar que en julio el nivel de este indicador es superior al registrado en febrero del 2020 en 0,5 p.p., lo cual señala que la actividad económica retornó a los niveles observados antes de la pandemia. (Gráfico 4)

**Gráfico 4. IMAE**

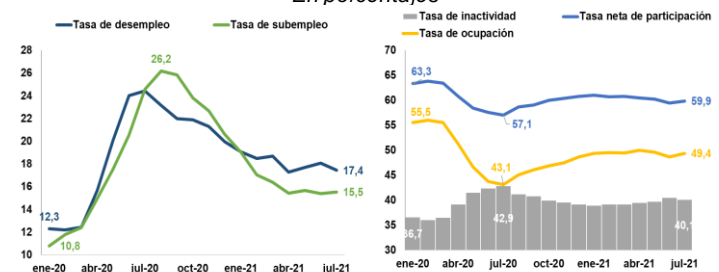


Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR)

En particular, el régimen especial superó los niveles observados previo a la pandemia desde el cuarto trimestre del 2020, y en julio registró una variación interanual del 30,1% impulsado por el dinamismo en la producción de implementos médicos, productos alimentarios y servicios de consultoría, gestión financiera y apoyo a empresas; en tanto que el régimen definitivo aún se encuentra 2,4 p.p. por debajo del valor observado en febrero del 2020, aunque con una tasa de variación interanual 7,9%, en la cual destaca el repunte de la manufactura, los hoteles y restaurantes, el transporte y el comercio.

2. **El desempleo disminuye y aumentan la ocupación y la participación en el mercado laboral.** En el trimestre móvil finalizado en julio, la tasa de desempleo fue 17,4%, esto es 0,6 p.p. menos que en junio y 7,0 p.p. menos con respecto a julio del año anterior. (Gráfico 5)

**Gráfico 5. Indicadores del mercado laboral**  
En porcentajes

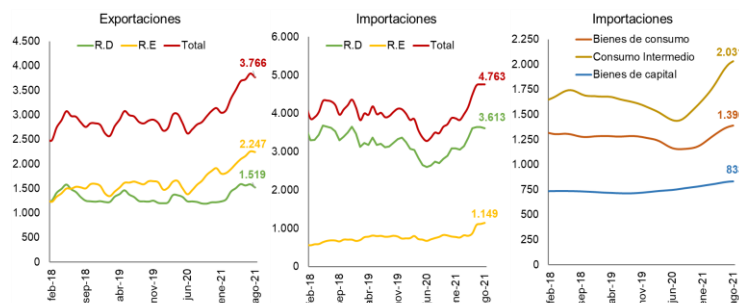


Fuente: INEC y BCCR.

El menor desempleo se asocia con el aumento en la tasa de ocupación a 49,4% (0.7 p.p. más respecto a junio), así como de la tasa de participación que alcanzó un 59,5% (0,4 p.p. más respecto al mes anterior). Por otra parte, la tasa de subempleo se mantuvo sin variaciones significativas (15,5%).

- 3. Las exportaciones mantienen el dinamismo, impulsadas por la manufactura, y las importaciones de consumo intermedio repuntan.** Según datos preliminares a agosto, la balanza comercial de bienes acumuló una brecha negativa de USD 2.277 millones, equivalente a 3,6% del PIB (3,1% en igual periodo del 2020). Este resultado se vincula con el aumento de 26,7% y 24,4% en el valor de las ventas y compras externas (24,5% y 14,3% en la cantidad), respectivamente. (Gráfico 6)

**Gráfico 6. Exportaciones e importaciones de bienes**  
Acumulado móvil trimestral, millones de USD



Fuente: BCCR.

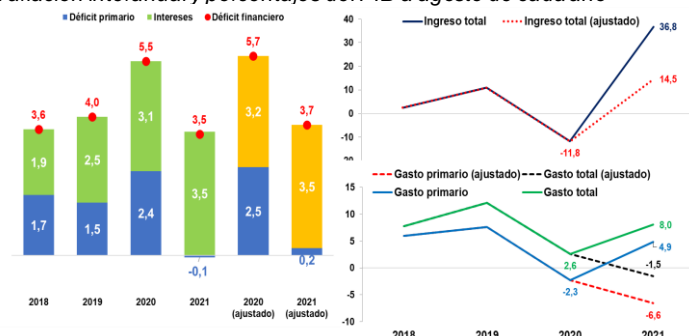
Por régimen de comercio, se observa un buen desempeño tanto en las exportaciones del régimen especial (34,9%) como en el definitivo (16,9%).

Por su parte, en el crecimiento de las importaciones domina el efecto precio de los hidrocarburos, con un incremento de 41,1% pues la cantidad de barriles aumentó 9,6%, luego de caer 20,1% en términos interanuales en los primeros ocho meses del 2020. Similarmente, se observó un incremento en la demanda de insumos (de las industrias de plástico, metalúrgica, alimenticia) y de bienes de capital.

- 4. El resultado financiero del Gobierno Central mejora con respecto al 2020.** Según datos acumulados a agosto, el resultado primario fue un superávit<sup>3</sup> de 0,1% del PIB, que contrasta con el déficit de 2,4% registrado 12 meses atrás. Sin embargo, al incluir los gastos por

intereses, el déficit financiero ascendió a 3,5% del PIB (5,5% en igual lapso un año antes). (Gráfico 7)

**Gráfico 7. Gobierno Central**  
**Ingresos, gastos y resultados financiero y primario**  
Variación interanual y porcentajes del PIB a agosto de cada año



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Dado que los datos del presente año están influidos por los efectos de la aplicación de las leyes 9524 y 9635, 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 agosto del 2021 el resultado primario acumulado sería un déficit de 0,2% del PIB; en tanto que el déficit financiero sería de 3,7%, comparado con los déficit de 2,5% y 5,7% en el mismo periodo del 2020. Por tanto, es claro que, una vez excluidos los efectos antes señalados, en el presente año ha habido una mejora 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 agosto del 2021 se realizó mediante la colocación neta de títulos de deuda interna (en especial, en el sistema financiero por 3,4% del PIB) y el ingreso de créditos externos (1,0% del PIB), que permitió atender no sólo el déficit financiero sino acumular depósitos en el BCCR (2,3% del PIB), lo cual ha fortalecido la posición negociadora del Ministerio de Hacienda en el mercado de deuda interna e inducir a una reducción en las tasas de interés de los títulos que coloca, tanto en colones como en dólares.

Dado lo anterior, según datos preliminares, la razón de la deuda del GC respecto al PIB se ubicaría en 70,9% en agosto del 2021, es decir, 8,0 p.p. superior a lo

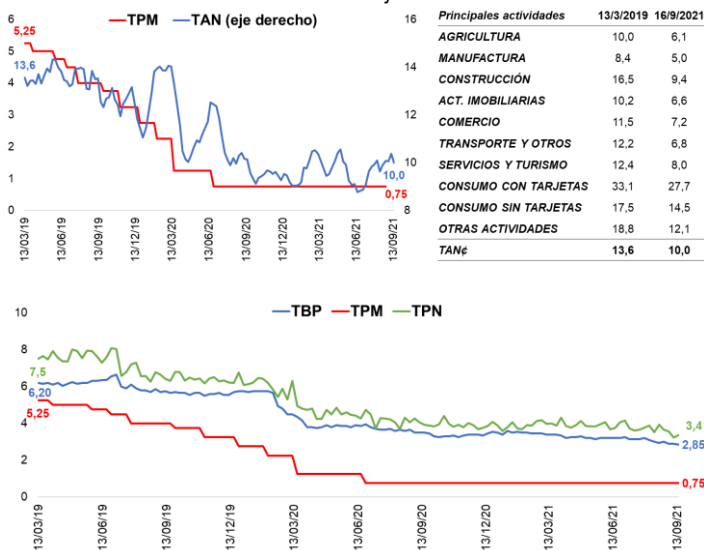
<sup>3</sup> En este resultado influyó el incremento en la recaudación tributaria asociado a las reformas contempladas en la Ley 9635 y la recuperación en la actividad económica de los últimos meses; así como la consolidación de

las operaciones de los órganos desconcentrados (OD) con las del Gobierno Central (GC) a partir del 2021 (Ley 9524), y la contención de gasto asociada a la aplicación de la regla fiscal.

registrado un año antes y 3,3 p.p. respecto al saldo de diciembre del 2020.

5. **Las tasas de interés se mantienen bajas.** La TPM se mantuvo en 0,75%<sup>4</sup>, (reducción acumulada de 450 p.b. desde marzo del 2019). Al 16 de setiembre del 2021 la tasa de interés activa negociada en colones (TAN) se ubicó en 10,0% (13,6% en marzo del 2019). Esta disminución se observó en actividades asociadas a la construcción, actividades inmobiliarias, transporte y comercio. (Gráfico 8)

**Gráfico 8. Tasas de interés SFN**  
Porcentajes



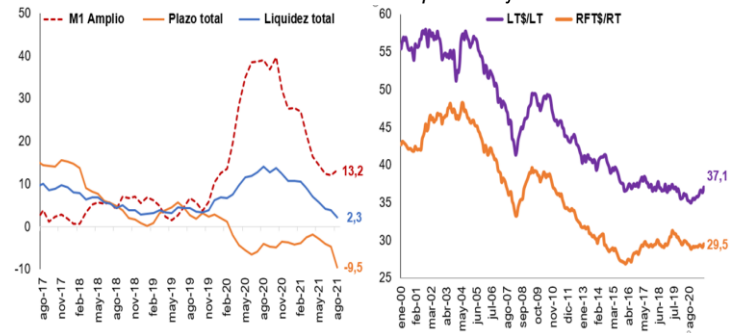
Fuente: BCCR.

De manera similar, la tasa pasiva negociada (TPN y la Tasa Básica Pasiva (TBP) fueron de 3,4% y 2,85% (mínimo histórico para la TBP), respectivamente, comparado con 7,5 y 6,2% en marzo del 2019.

6. **Los agregados monetarios moderan su crecimiento, en tanto que el crédito en colones muestra mayor dinamismo.** Mientras que durante el 2020 los agregados monetarios mostraron altas tasas de crecimiento, a lo largo del presente año su ritmo de crecimiento se ha moderado y en particular la preferencia por activos altamente líquidos, consecuente con una reducción en la incertidumbre de los agentes económicos sobre el desempeño macroeconómico (indicadores de confianza, avance en el proceso de vacunación y la recuperación económica).

Las cifras preliminares a agosto indican que la liquidez total (M3) creció un 2,3% en términos interanuales, cifra que contrasta con el 14% de crecimiento registrado un año atrás, mientras que la riqueza financiera (RFT) mostró una variación de 3,9% (9,5% en agosto del 2020). Por monedas, la participación relativa del componente en moneda extranjera en el M3 aumentó en 1,9 p.p., respecto a lo registrado en igual mes del año anterior, para alcanzar 37,1% mientras el componente en dólares de la riqueza total mantuvo un nivel similar<sup>5</sup> (29,5%). (Gráfico 9)

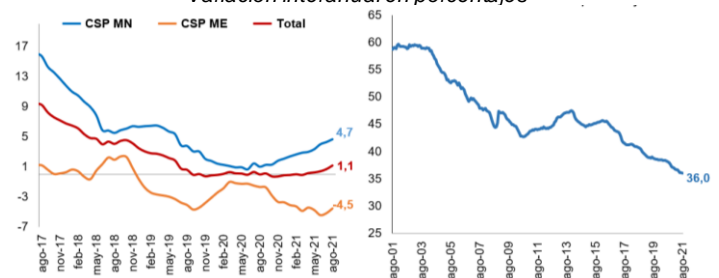
**Gráfico 9. Agregados monetarios**  
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR.

En cuanto al crédito al sector privado, en agosto se registró una variación interanual de 1,1% (0,4 p.p. más respecto a julio) impulsado por un mayor dinamismo en las colocaciones en moneda local (4,7%); en tanto que en moneda extranjera se contrajo 4,5%. Con esto, el crédito en moneda extranjera representa el 36% del crédito total. (Gráfico 10)

**Gráfico 10. Crédito al sector privado por moneda**  
Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR.

<sup>4</sup> Nivel histórico mínimo de este indicador. La última variación ocurrió el 18/6/20.

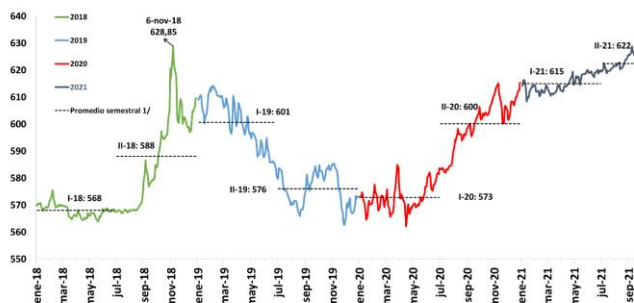
<sup>5</sup> La menor participación del Ministerio de Hacienda en el mercado de deuda interna en dólares ha llevado a una recomposición del ahorro

financiero en dólares hacia instrumentos bancarios. Dado lo anterior, la participación de la moneda extranjera en el ahorro (bajo la definición de riqueza financiera) no ha mostrado cambios.



7. **Mercado cambiario muestra mayor presión de demanda en las últimas semanas.** Consecuente con el régimen cambiario vigente, esta presión de demanda se manifestó en una tendencia alcista en el tipo de cambio; al 17 de setiembre, la variación interanual del tipo de cambio fue de 4,3% y la acumulada anual de 1,6%. (Gráfico 11)

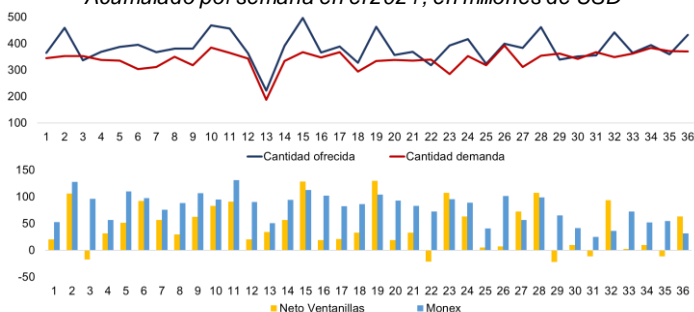
**Gráfico 11. Tipo de cambio del Monex**  
Colones por USD



Fuente: BCCR.

Como se aprecia en el Gráfico 12, el superávit del mercado privado ha bajado y, particularmente en las últimas semanas influyó el aumento en la cantidad demandada de divisas. Este comportamiento condicionó la posibilidad de que el BCCR adquiriera en el Monex la totalidad de los requerimientos de divisas que presenta el Sector Público no Bancario y, en buena medida, explica el uso de RIN en meses recientes; el saldo de RIN al pasado 15 de setiembre el saldo de RIN alcanzó USD 7.542 millones (12,2% del PIB).

**Gráfico 12. Operaciones en ventanilla (cantidad ofrecida y demandada y neto) y en Monex**  
Acumulado por semana en el 2021, en millones de USD

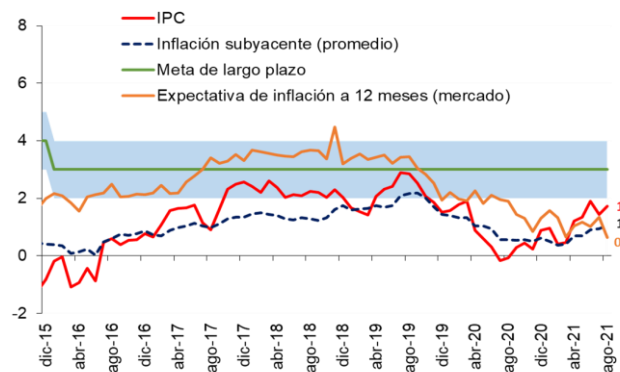


Fuente: BCCR con información disponible al 10/9/21 (semana 36).

8. **La inflación es baja.** En agosto, la inflación interanual continuó por debajo del rango de tolerancia ( $3\% \pm 1$  p.p.), establecido por el Banco Central para la inflación con respecto a su meta. La inflación general fue de 1,7% (0,3 p.p. más que en julio) y en términos acumulados alcanzó el 0,8%. Por otra parte, el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue 1,1%.

Este comportamiento es consecuente con la existencia de presiones desinflacionarias, presentes en la economía costarricense desde el 2019, y que se intensificaron a partir de la pandemia: una brecha del producto negativa, una alta tasa de desempleo y bajas expectativas de inflación (0,6% a 12 meses en agosto último, según información de mercado). (Gráfico 13)

**Gráfico 13. Indicadores de precios**  
Variación interanual en porcentajes



Fuente: INEC y BCCR.

Por su parte, El Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) muestra una variación interanual de 10,2% (0,3 p.p. más que en julio) y acumulada de 8,4%. Ese comportamiento también fue registrado en los precios al productor de otras economías y bloques económicos<sup>7</sup>. En general, la aceleración del IPP-MAN este año se explica, principalmente, por el incremento en el precio de productos de carne, plástico, metales y papel; precios muy sensibles a las variaciones en el precio de las materias primas importadas y del tipo de cambio.

Por otra parte, a la fecha, la aceleración del IPP-MAN no se ha trasladado al IPC<sup>8</sup>. Una situación similar se observa en otras economías, entre ellas la zona del euro, China, Colombia y Chile.

<sup>6</sup> Como referencia, la variación acumulada con respecto al 28/2/20 fue de 9,4%.

<sup>7</sup> Los precios al productor en otras economías o bloques económicos incluyen varias industrias, y no únicamente la industria manufacturera como en el IPP-MAN en Costa Rica.

<sup>8</sup> Si bien se considera que el comportamiento de los precios al productor puede adelantar el comportamiento del IPC por la causalidad de precios mayoristas a minoristas, dicha transmisión en la cadena productiva puede verse alterada por la fortaleza del consumo, los márgenes de comercialización, los inventarios y la capacidad ociosa de la economía, entre otros elementos. En general, en un contexto de alta capacidad ociosa, el poder de fijación de precios de los productores baja.