

INFORME MENSUAL DEL MIEMBRO EXTERNO DE RIESGOS JULIO 2021

I. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO NACIONAL

Riesgo Sistémico – Entorno Nacional



TASA BÁSICA PASIVA
3.15% 23/6/2021
3.95% 21/7/2021



INFLACIÓN
0,76% Acum Junio 2021
0,54% jun 2021
Δ interanual: 1,91%



DÉFICIT FISCAL
1,61% (junio 2021)
8,05% (dic 2020)
8.4% (proyectado 2021)

DEUDA PÚBLICA
67,8% abr 2021
70,1% en 2020
75,8% proyectado 2021



IMAE
Variación interanual a Abr 2021
8,8%
-8,6 a abril del 2021



TIPO DE CAMBIO
Ventanilla:
625,0/611,0
Referencia:
621,02/614,04
Monex PP: 619,75



DESEMPLEO
Abierto: 18,7% marzo 2021
20.0% Dic 2020
Subempleo: 16,4%
20,6% Dic 20



RESERVAS INTERNACIONALES
\$7.228,0 mills (15 jul 21)
\$7.224. 7 mills dic 20



- **Actividad económica.** Se reportó una mejora en el IMAE, crecimiento interanual de 7.9% para un repunte de 14,9 p.p., respecto a la variación registrada en mayo de 2020 (-7,0 %).
- **Inflación.** En junio fue un poco mayor a la registrada en meses anteriores: 0,54%.
- **Tasas de interés.** La Tasa Básica Pasiva se redujo de nuevo, en esta ocasión en un 5%, lo que sigue marcando la tendencia hacia la baja de este indicador.
- **Situación fiscal.** Se observó un incremento en el Déficit Fiscal de 1.23% al 1,61% con respecto al PI, no obstante, en mayo del 2021, el Gobierno Central continuó con superávit primario.
- **Tipo de cambio.** Mostró mayor estabilidad que en meses anteriores.
- **RIN.** Aumentaron en \$532.5 millones, superando incluso el dato a dic 2020.
- **Empleo.** No hay nueva información sobre empleo.
- **Acuerdo FMI.** La renuncia del representante nombrado ante la OECD y las mejores perspectivas de aprobación del préstamo con el FMI por parte de la Asamblea Legislativa, causó un efecto positivo de la percepción internacional del país, que se reflejó de inmediato en el precio de los bonos internacionales.
- **Vacunación.** El proceso de vacunación se ha acelerado en las últimas semanas.

DETALLE

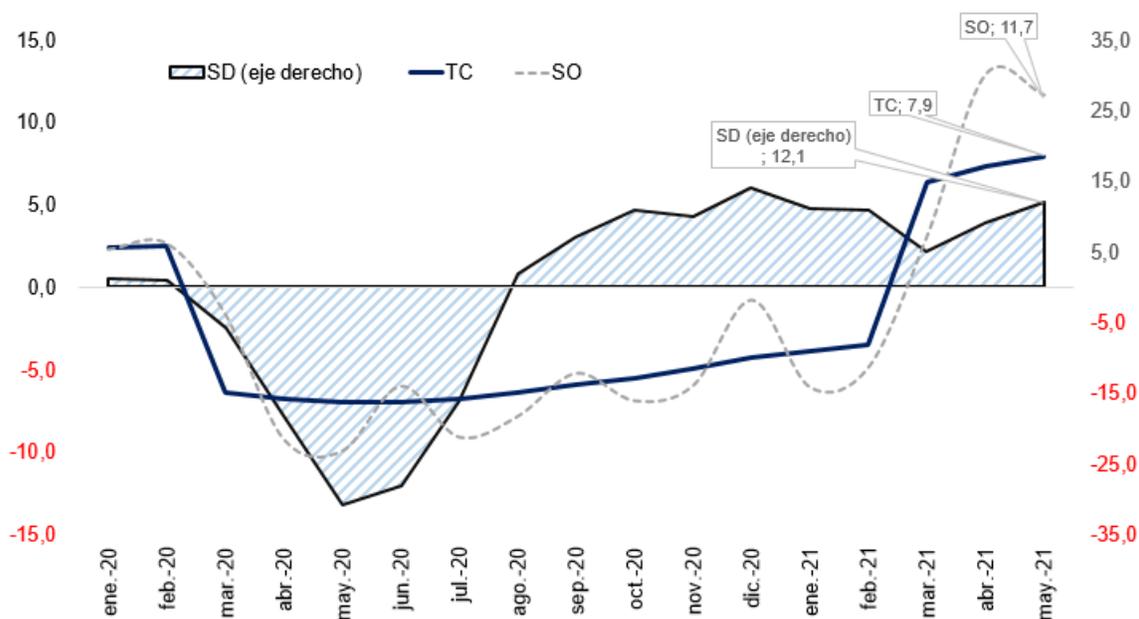
Actividad Económica

En mayo del 2021, la actividad económica registró un crecimiento interanual de 7,9%, para un repunte de 14,9 puntos porcentuales (p.p.) respecto a la variación registrada en mayo de 2020 (-7,0 %).

Con este resultado, en el periodo comprendido de enero a mayo 2021 la producción registra un crecimiento medio de 2,6 % con relación al mismo periodo del año 2020.

Además, la variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad de marzo a mayo 2021 fue 12,1 %, la mayor en lo que va del año. Esto indica que se mantiene firme el proceso de recuperación de la actividad económica.

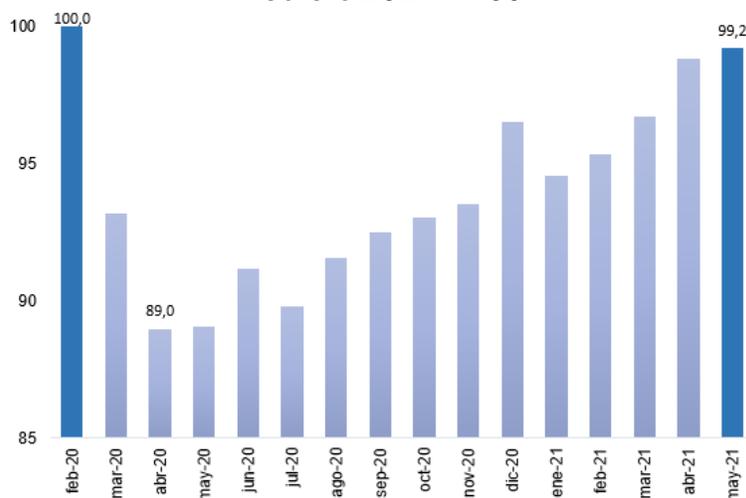
Índice mensual de actividad económica
Variación interanual de la serie original (SO), tendencia ciclo (TC) y tasa trimestral anualizada de la serie desestacionalizada (SD) (en porcentajes)



No obstante, la actividad económica aún no recupera los niveles de producción observados antes de la crisis. Al comparar mayo de 2021 con febrero de 2020, el nivel de actividad medido por la serie ajustada por estacionalidad es 0,8 % inferior

Índice mensual de actividad económica

Nivel de la serie ajustada por estacionalidad
Febrero 2021 = 100



Inflación

A junio del 2021 la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en 1,91%, para una inflación acumulada durante el primer semestre del año de 0.76%, resultado al cual incidió la inflación del mes de junio (0.54%), la mayor observada en los últimos dos años, superada solo por la inflación mensual registrada en abril de 2019.

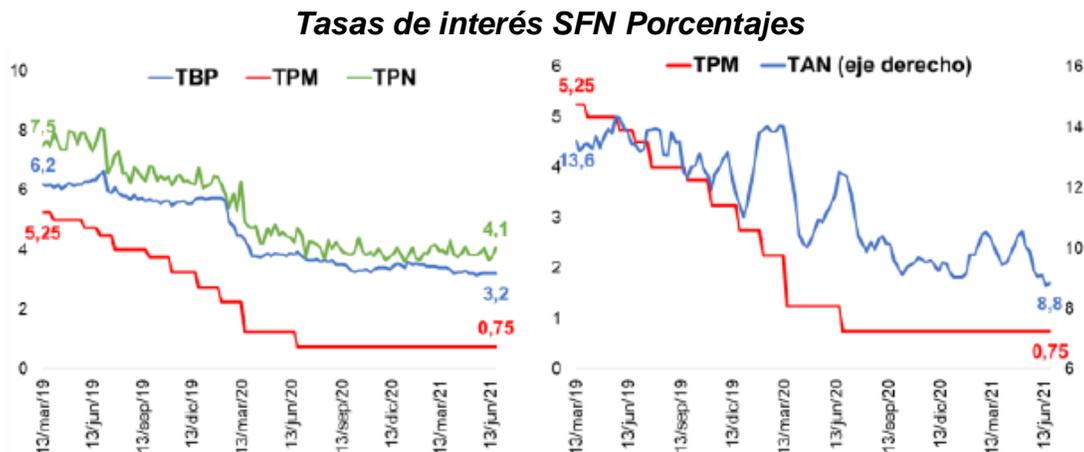
Índice de precios al consumidor (IPC)_{mt.mz}
Diciembre 2020=100
Niveles y variaciones

	Nivel	Variación mensual (%)	Variación interanual (%)	Variación acumulada (%/n3)
Marzo/2019	97.62	-0.14	1.42	-0.01
Abril/2019	98.17	0.56	2.07	0.55
Mayo/2019	98.30	0.14	2.32	0.69
Junio/2019	98.57	0.27	2.42	0.96
Julio/2019	99.29	0.73	2.69	1.70
Agosto/2019	99.19	-0.10	2.86	1.60
Septiembre/2019	99.10	-0.10	2.53	1.50
Octubre/2019	99.02	-0.07	2.07	1.43
Noviembre/2019	99.23	0.21	1.86	1.64
Diciembre/2019	99.12	-0.12	1.52	1.52
Enero/2020	99.23	0.11	1.58	0.11
Febrero/2020	99.51	0.29	1.79	0.40
Marzo/2020	99.48	-0.03	1.91	0.37
Abril/2020	99.04	-0.44	0.89	-0.08
Mayo/2020	98.90	-0.15	0.61	-0.22
Junio/2020	98.88	-0.02	0.31	-0.24
Julio/2020	99.13	0.26	-0.17	0.01
Agosto/2020	99.12	0.00	-0.07	0.01
Septiembre/2020	99.39	0.27	0.30	0.28
Octubre/2020	99.47	0.08	0.45	0.36
Noviembre/2020	99.47	0.00	0.24	0.36
Diciembre/2020	100.00	0.53	0.89	0.89
Enero/2021	100.18	0.18	0.96	0.18
Febrero/2021	99.92	-0.26	0.41	-0.08
Marzo/2021	99.95	0.03	0.47	-0.05
Abril/2021	100.24	0.29	1.21	0.24
Mayo/2021	100.22	-0.01	1.34	0.22
Junio/2021	100.76	0.54	1.91	0.76

Buena parte de ese repunte obedeció a dos factores que se juzgan como transitorios: el aumento en los precios internacionales de los combustibles, y efectos base por la notoria caída en la tasa de inflación al inicio de la pandemia en abril y mayo del 2020.

Tasas de interés.

Las tasas de interés se mantienen en niveles bajos. El Banco Central ha mantenido una postura expansiva de la política monetaria, en apoyo de la reactivación económica. Esta postura se ha manifestado en una política de bajas tasas de interés, que ha llevado a mantener desde junio del 2020 la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,75%, su mínimo histórico.



Fuente: BCCR.

Estos ajustes a la baja en la TPM se han trasladado a las tasas del sistema financiero nacional, de forma tal que, al 23 de junio del 2021, el promedio de tasas activas negociadas (TAN) fue de 8,8% (480 p.b. menos que en marzo del 2019), en tanto que el promedio de tasas pasivas negociadas (TPN) fue de 4,1% (340 p.b. menos respecto a marzo del 2019).

Con esos niveles y mayores expectativas (de mercado) de variación del tipo de cambio a 12 meses, el premio por ahorrar en colones se ha tornado negativo.

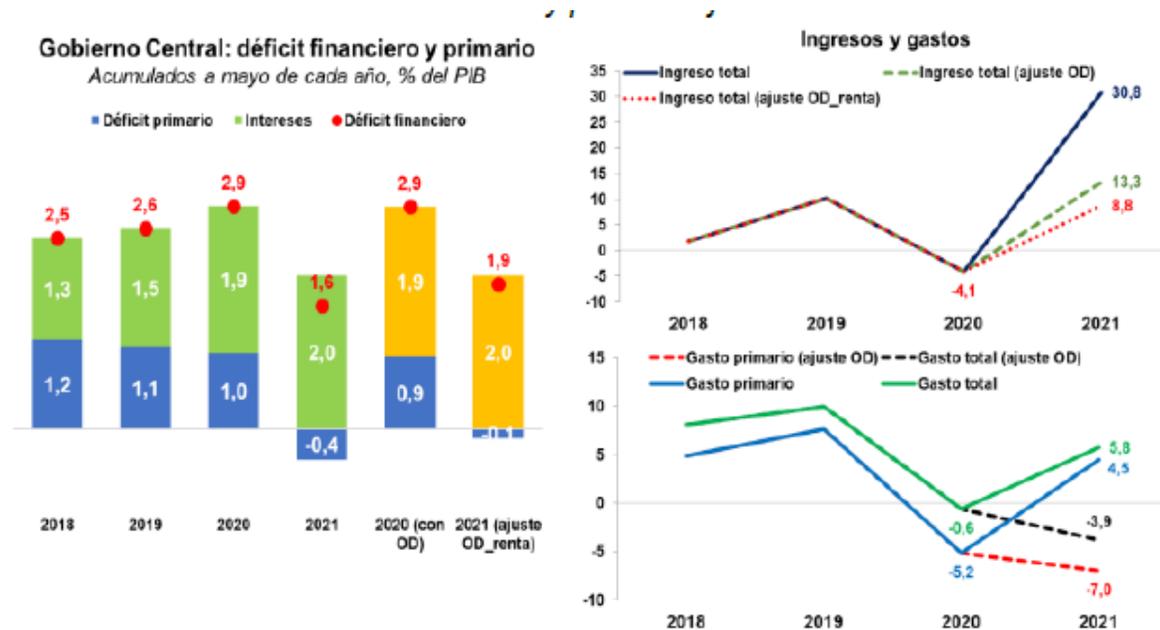
Además, consecuente con su postura expansiva y en apoyo a la política de bajas tasas de interés, el BCCR ha provisto de una holgada liquidez agregada al sistema financiero. En presencia de las citadas fuerzas desinflacionarias, la amplia liquidez actual no introduce riesgos para el cumplimiento de la meta de inflación, como lo confirman los modelos de pronóstico de inflación.

Finanzas públicas

En mayo del 2021, el Gobierno Central continuó con superávit primario. En efecto, la mayor 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) y la recuperación de la actividad económica, contribuyeron a que las cifras fiscales a mayo del 2021 acumularan, por tercer mes consecutivo, un superávit primario, en esta ocasión, de 0,4% del PIB, en contraste con el déficit de 1,0% registrado 12 meses atrás. Con este resultado, el déficit financiero del GC se ubicó en 1,6% del PIB (2,9% en igual lapso del 2020).

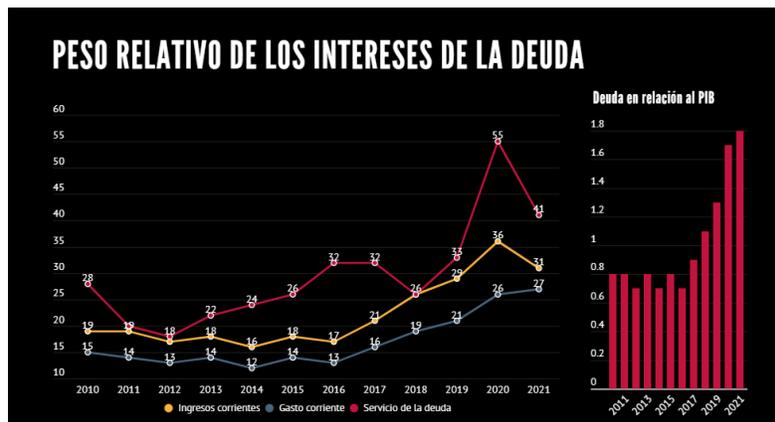
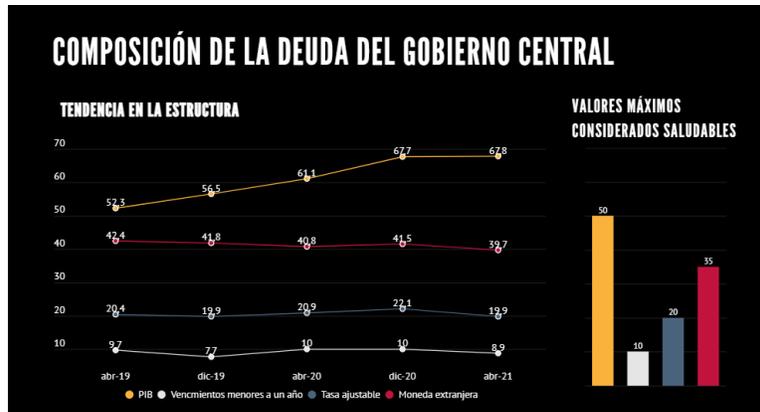
En particular, los ingresos y gastos totales mostraron un crecimiento de 30,8% y 5,8%, respectivamente, con respecto a igual periodo del 2020. No obstante, un ejercicio sobre bases comparables, en el que se hacen los ajustes para tomar en cuenta los efectos de los cambios en la Ley 9635 y la consolidación de las cuentas de los OD con las del Gobierno Central, indica que los ingresos totales crecerían 8,8%; mientras que los gastos habrían caído 3,9% en el 2021.

Gobierno Central Ingresos, gastos y resultados financiero y primario Variación interanual y porcentajes del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Los siguientes gráficos muestran la situación de la deuda pública y la alta incidencia del pago de intereses.



Por su parte, el financiamiento neto del GC acumulado a mayo del 2021 mostró que la colocación interna neta de bonos (en especial, en el sistema financiero y sector privado) permitió atender el déficit financiero y acumular depósitos en el BCCR, en un contexto de bajas tasas de interés. Dado lo anterior, según datos preliminares, la razón de la deuda del GG respecto al PIB se ubicaría en 69,8% este mes, es decir, 9,7 p.p. superior a lo registrado un año antes.

Tipo de cambio y reserva internacionales.

El superávit cambiario del sector privado permitió al BCCR cubrir parcialmente el requerimiento del SPNB. En lo que transcurre del 2021 (al 24 de junio) el mercado cambiario privado (“ventanilla”) mostró un superávit de USD 1.247,6 millones, superior al observado en igual cantidad de días del 2020 (USD 1.208,6 millones).

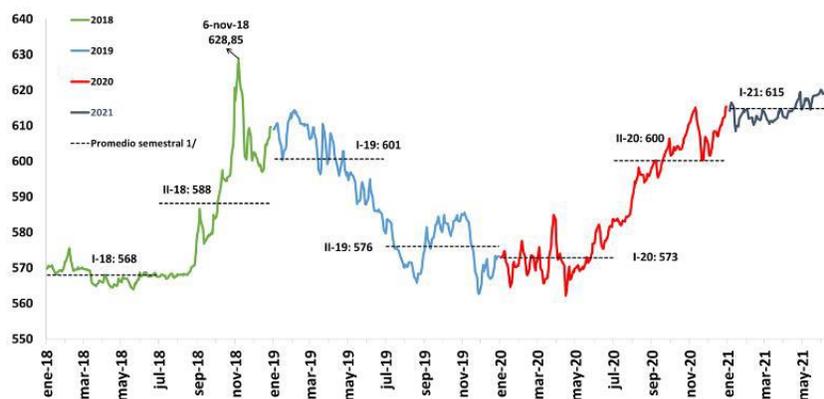
Este resultado permitió al BCCR adquirir en el Monex USD 1.248,6 millones para atender los requerimientos del resto del SPNB (USD 1.117,9 millones). No obstante, las divisas requeridas por el Gobierno Central (USD 640 millones para atender,

principalmente, el servicio de su deuda en moneda extranjera) debieron ser vendidas por el BCCR. Estas operaciones quedaron de manifiesto en la evolución de las reservas internacionales netas (RIN), cuyo saldo al 22 de junio ascendió a USD 7.046,3 millones¹⁶, equivalente a 11,4% del PIB.

Para la segunda mitad del año, está previsto el ingreso de recursos provenientes de otros créditos de apoyo presupuestario, algunos de ellos ya autorizados por la Asamblea Legislativa, que permitirán financiar al Gobierno Central a un costo mucho menor. Ello forma parte de la estrategia para mejorar la gestión de la deuda pública y, en esa medida, avanzar hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En el 2021 el tipo de cambio ha fluctuado alrededor de una tendencia horizontal. Si bien, al 24 de junio el tipo de cambio en MONEX registró una variación interanual de 6,7%, la variación acumulada en lo que transcurre del presente año es de 0,7%.

Tipo de cambio del Monex
Colones por USD



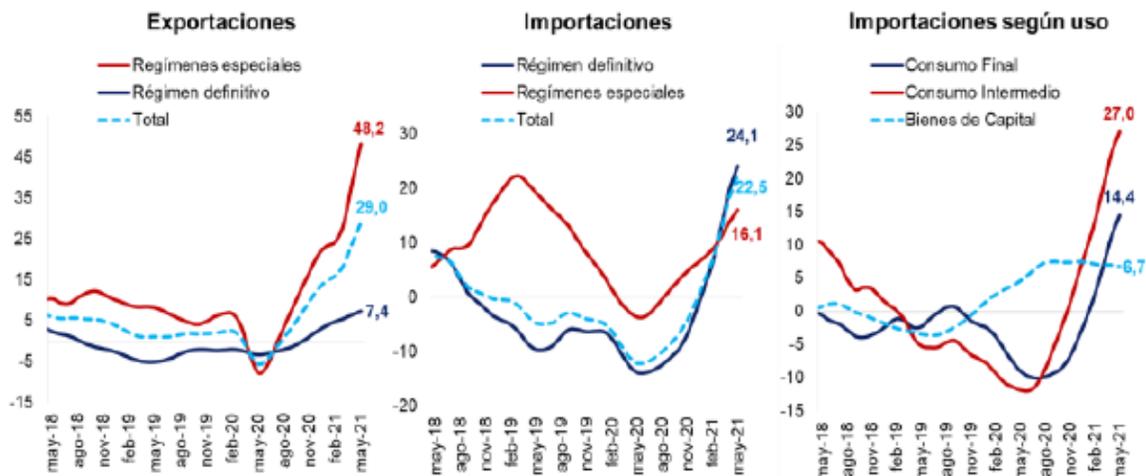
Comercio exterior

El déficit comercial de bienes, en términos del PIB, se mantiene similar al del año anterior, y destaca el mayor dinamismo en las exportaciones del régimen definitivo.

A mayo de 2021, la balanza comercial de bienes acumuló un déficit de USD 1.251,2 millones (USD 1.239,4 millones en mayo del 2020), equivalente a un 2,0% del PIB. Este resultado combina un aumento de las ventas externas de 22,6% en términos interanuales, con un incremento de 18,1% en las importaciones (Gráfico 11).

Exportaciones e importaciones de bienes

Variación interanual series tendencia ciclo en porcentajes



Fuente: BCCR.

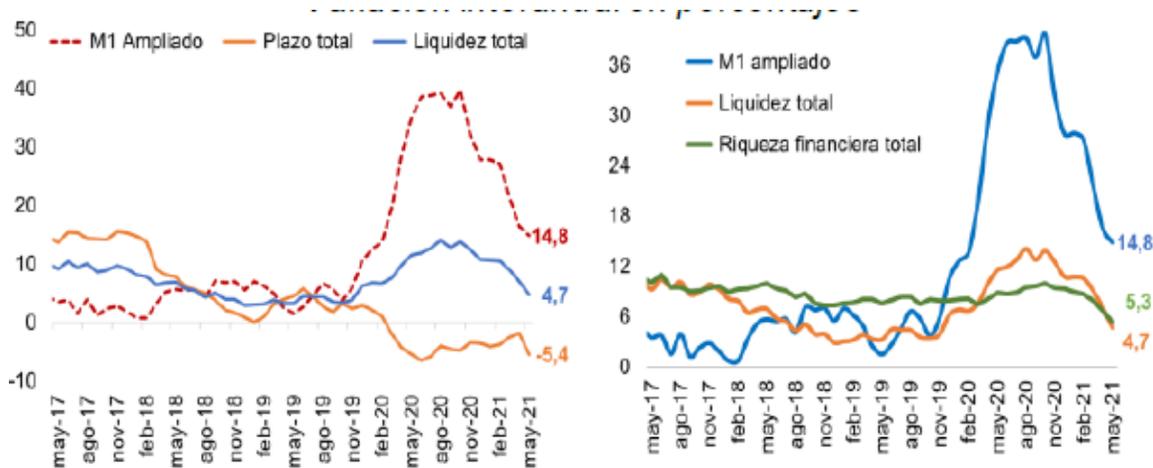
La dinámica de las exportaciones muestra el impulso en las ventas de empresas que operan en los regímenes especiales de comercio, y la recuperación en la demanda externa por productos manufacturados del régimen definitivo (24,1% desde una contracción media de 9,6% en igual lapso del 2020).

Por su parte, las importaciones de empresas del régimen definitivo registraron una variación interanual de 18,8%, mientras que las de los regímenes especiales de 15,5%. Por uso económico, las mayores importaciones se realizaron en insumos para las industrias del plástico, metalúrgicas y eléctricas. A ello se sumó el aumento de 36,8% en la factura petrolera, que combinó el incremento de 29,1% en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos y de 6,0% en la cantidad de barriles.

Agregados monetarios y liquidez

El sistema financiero mantiene una alta liquidez, y el crédito al sector privado en colones muestra un ligero repunte. Los agregados monetarios amplios muestran niveles acordes con el comportamiento observado y previsto para la actividad económica, la meta de inflación y el proceso gradual de profundización financiera. Por su parte, los agregados monetarios altamente líquidos, como el medio circulante (M1) ampliado, continúan con tasas de variación relativamente altas, pero con tendencia a la baja.

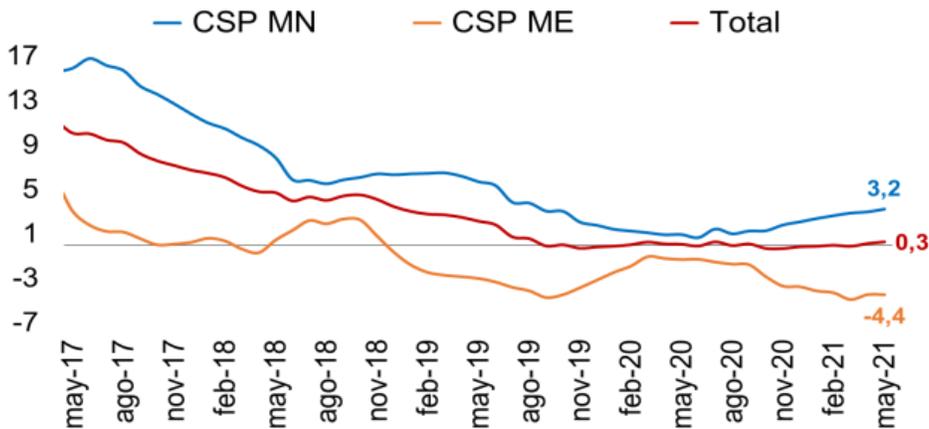
Agregados monetarios Variación interanual en porcentajes



Fuente: BCCR.

En mayo, el crédito total al sector privado mostró una variación interanual de 0,3%. Sin embargo, el crédito en colones se ha acelerado (su tasa anual de crecimiento alcanzó 3,2%, frente a una tasa media anual de 1,3% en el 2020), mientras que en moneda extranjera se contrajo un 4,4%. Es de esperar que dadas las medidas de estímulo del BCCR, y conforme avance el proceso de vacunación, se aprueben los proyectos de ley que complementan la sostenibilidad fiscal y se reduzca la incertidumbre, se seguirá acelerando el crédito en colones.

Crédito al sector privado por moneda Variación interanual en porcentajes



II. RIESGO SISTÉMICO – ENTORNO INTERNACIONAL

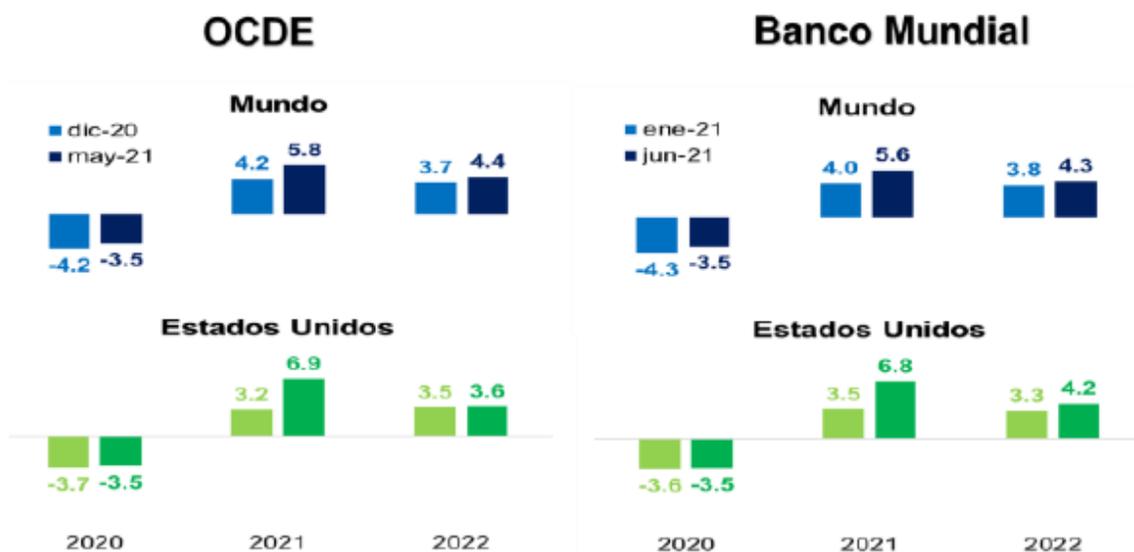


- **Crecimiento.** Las perspectivas de crecimiento mundial mejoran para el bienio 2021-2022.
- **Medidas Sanitarias.** La flexibilización de las medidas sanitarias adoptadas para mitigar la propagación del virus y el avance en las campañas de vacunación contra el COVID-19, impulsan los indicadores de actividad económica de corto plazo en algunas economías.
- **Mercado laboral.** Muestra señales de mejora en varios países, pero a un ritmo más lento que la actividad económica.
- **Precios de materias primas.** Con la recuperación de la actividad económica mundial, los precios de las materias primas muestran una tendencia alcista.
- **Inflación.** El incremento en los precios del petróleo y el bajo nivel de precios observado en el 2020, impulsaron la inflación en varias economías.
- **Política monetario mundial.** La mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas han mantenido su política expansiva, en apoyo a la recuperación económica, no así los bancos centrales de muchos mercados emergentes.
- **Mercados financieros internacionales.** Se mantienen relativamente estables, a pesar del repunte en la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro, pues perciben el carácter transitorio del incremento en la inflación.

1. Las perspectivas de crecimiento mundial mejoran para el bienio 2021-2022. En el informe publicado el 31 de mayo pasado, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) prevé que el crecimiento económico mundial alcance un 5,8% este año. Ello significó una revisión al alza con respecto a la proyección dada en diciembre del 2020 (4,2%). Para el 2022, la OCDE también ajustó al alza el crecimiento global, desde 3,7% a 4,4%.

Por su parte, el Banco Mundial, en su informe del 8 de junio, proyecta que en el 2021 el mundo crecerá 5,6% (4,0% previsto a inicios de enero de este año) y 4,3% en el 2022 (3,8% en el informe previo).

Actividad económica mundial
Variación interanual en porcentajes



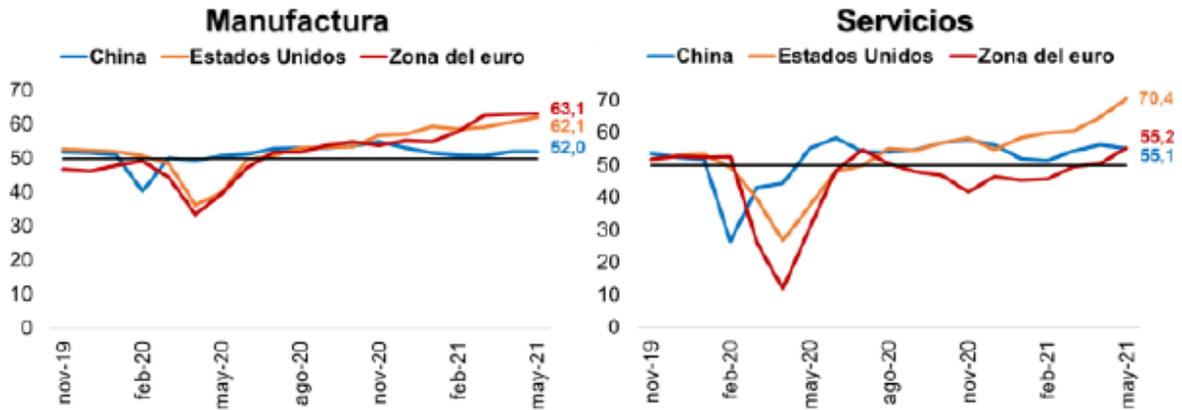
Fuente: Informes de la OCDE y el Banco Mundial.

Ambos organismos coinciden en que los factores que explican esta revisión son el repunte de la producción en algunas de las principales economías, el rápido avance en el proceso de vacunación contra el COVID-19 en algunos países y el estímulo fiscal en Estados Unidos. No obstante, advierten que persisten riesgos a la baja asociados al lento proceso de vacunación en algunos países emergentes.

2. La flexibilización de las medidas sanitarias adoptadas para mitigar la propagación del virus y el avance en las campañas de vacunación contra el COVID-19, impulsan los indicadores de actividad económica de corto plazo en algunas economías. Por ejemplo, los Índices de gerentes de compra de manufactura y servicios en Estados Unidos, zona del euro y China son consecuentes con la

expansión económica, e incluso en mayo en la mayoría de los casos registraron mejora.

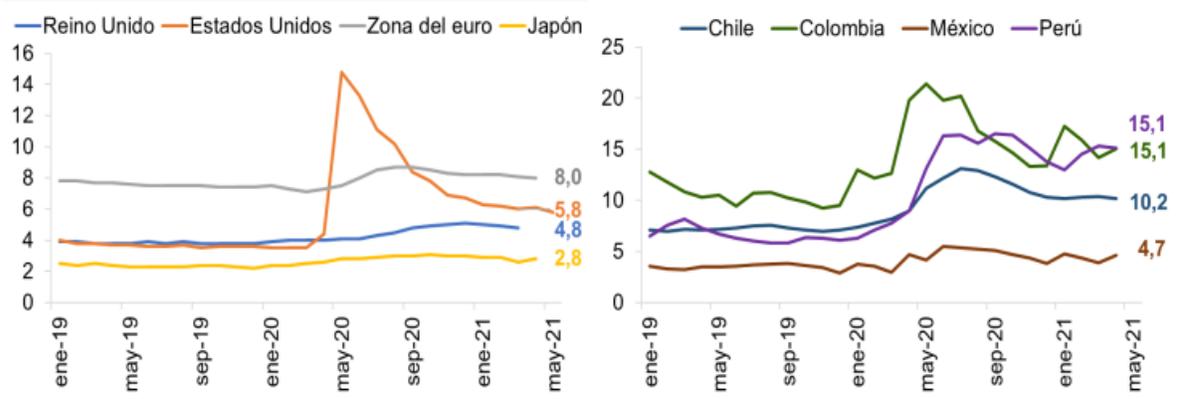
Índice de gerentes de compra
En puntos



Fuente: Bloomberg.

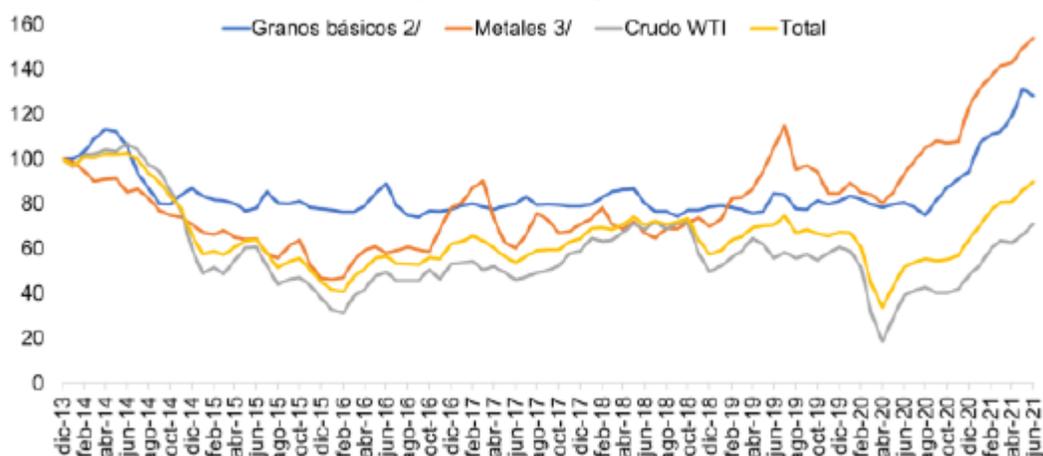
3. El mercado laboral muestra señales de mejora en varios países, pero a un ritmo más lento que la actividad económica. Según el Departamento de Trabajo de Estados Unidos, la mayor apertura en la actividad económica propició la creación de 559 mil nuevos puestos de trabajo, una disminución en la tasa de desempleo de 6,1% en abril a 5,8% en mayo (Gráfico 3) y un aumento en el salario por hora. Sin embargo, el desempleo se encuentra en un nivel superior al que existía antes de la pandemia (3,7% en 2019).

Tasas de desempleo en algunos países
En porcentajes



4. Con la recuperación de la actividad económica mundial, **los precios de las materias primas muestran una tendencia alcista**. En particular, el precio promedio de contado del barril de petróleo WTI fue de *USD* 69,1 por barril en la primera semana de junio, 6,1% mayor con respecto a la cotización media de mayo. De manera consecuente, los precios de los contratos a futuro con entrega en julio y setiembre del 2021 ascendieron en promedio a *USD* 68,7 por barril (desde *USD* 64,7 el mes previo). Este comportamiento responde, principalmente, a la mayor demanda mundial, a la menor producción por parte de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y a la caída en las reservas de crudo en los Estados Unidos.

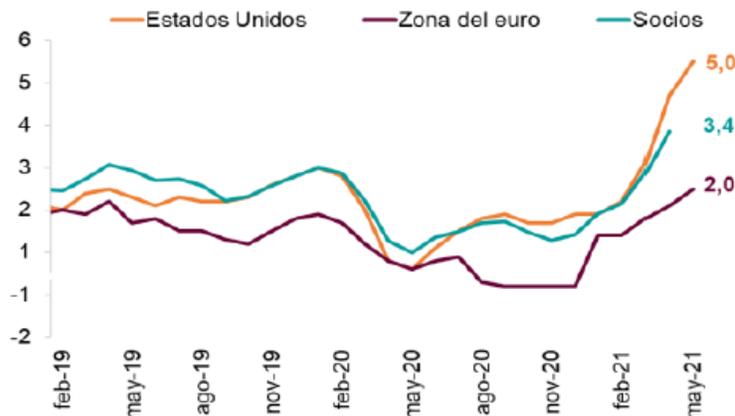
Gráfico 4. Índice de precios de materias primas importadas



5. El incremento en los precios del petróleo y el bajo nivel de precios observado en el 2020, **impulsaron la inflación en varias economías**. Así, por ejemplo, la inflación en Estados Unidos, medida por el Índice de precios al consumidor (IPC), alcanzó 5,0% interanual en mayo del 2021 (4,2% en abril), el mayor valor registrado desde agosto del 2008. El componente subyacente de la inflación se ubicó en 3,8% (aumentó 0,8 p.p. en el mes), por encima de la meta de inflación (2%). Varios analistas interpretan este comportamiento como transitorio, en el tanto aducen que responde a un efecto base y a un desequilibrio temporal entre oferta y demanda⁵. Consecuente con ello, las expectativas de inflación de mercado para el mediano plazo se ubican en torno a 2,5%.

Índice de precios al consumidor

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Bloomberg.

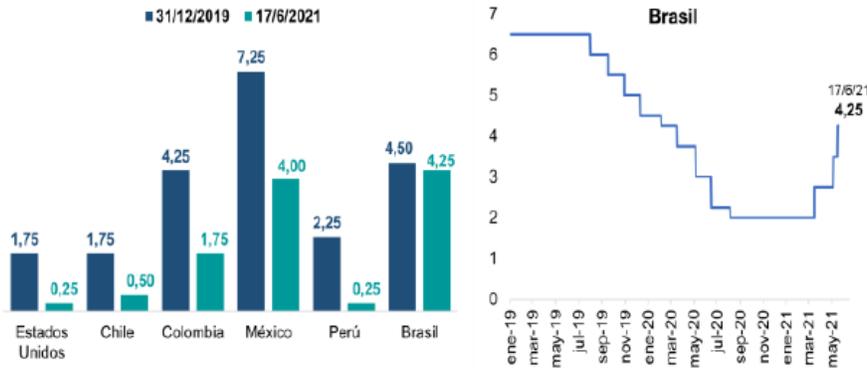
6. En este contexto, **la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas han mantenido su política expansiva, en apoyo a la recuperación económica, no así los bancos centrales de muchos mercados emergentes.** El Banco Central Europeo (BCE), en su decisión de política monetaria del 10 de junio, por ejemplo, mantuvo la tasa de interés de referencia y las compras netas de activos en el marco del programa de emergencia frente a la pandemia con una dotación total de 1.850 miles de millones de euros al menos hasta marzo del 2022. Además, en la reunión de política monetaria, el BCE anunció la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento económico hasta 4,6% y 4,7% para el 2021 y el 2022 (4,0% y 4,1% dadas en marzo del 2021) y de inflación para ubicarlas en 1,9% y 1,5%, en ese orden (desde 1,5% y 1,2%).

Además, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos en su reunión del 15-16 de junio mantuvo el rango de la tasa de fondos federales en [0%-0,25%] y el programa de compra de activos. Destacó la revisión al alza de sus proyecciones de crecimiento económico para el 2021, desde [5,8%-6,6%]⁷ dado en marzo a hasta [6,8%-7,3%], en tanto subió su estimación de corto plazo para la inflación, desde [2,2%-2,4%] a [3,1%-3,5%]⁸; no obstante, estiman el retorno hacia valores en torno al 2,0% a partir del 2022.

En contraste, el 16 de junio el Banco Central de Brasil aumentó la tasa de política monetaria en 75 p.b. hasta 4,25%, lo que corresponde al tercer incremento sucesivo para un total de 225 p.b. desde marzo del 2021. Estiman que un deterioro de las expectativas de inflación en el horizonte relevante podría llevarle a una reducción más rápida del estímulo monetario.

Medidas de política monetaria

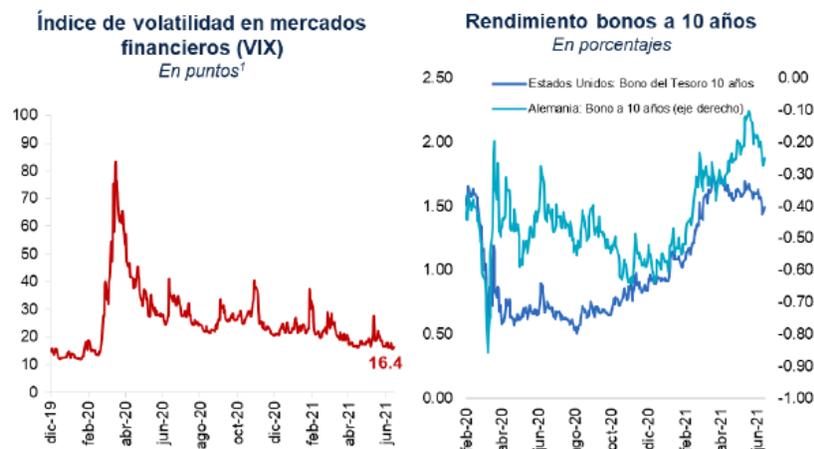
En porcentajes



Fuente: Bloomberg.

7. Los mercados financieros internacionales se mantienen relativamente estables, a pesar del repunte en la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro, pues perciben el carácter transitorio del incremento en la inflación. El indicador VIX, que se utiliza para medir la volatilidad en los mercados financieros⁹, se ha mantenido bajo y con tendencia descendente. Por su parte, destaca que el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años registró al inicio de la sesión del 11 de junio el valor más bajo en los últimos 12 meses (1,428%), lo que denota una mayor confianza por parte de los ahorrantes (Gráfico 7).

Indicadores de mercados financieros



Fuente: Bloomberg.

Miembro Externo del Comité de Riesgos y Asesor de Riesgos