

Informe Mensual de Riesgos Octubre 2022

Asesor Externo: Pedro Aguilar M

Entorno Económico

El entorno económico continúa presentando una alta incertidumbre conforme evoluciona al alza los niveles de inflación, las preocupaciones de los Bancos Centrales alrededor de ello y sus respectivas acciones para contenerla. A continuación, se presentan los principales hechos descriptivos con relación a esta dinámica, basado en el último informe emitido por el Banco Central de Costa Rica, el cual muestra se detalla a continuación:

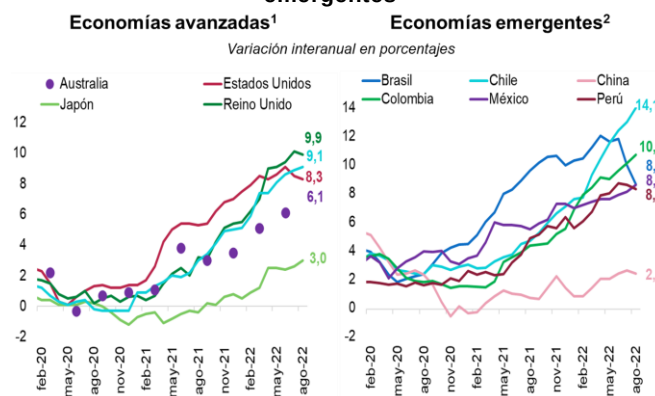
A. Economía internacional

1. **Precios internacionales de las materias primas se mantienen altos, pero con tendencia a la baja.** Este comportamiento se refleja en el Índice de precios de materias primas importadas, (base 2017=100), el cual disminuyó a 159 puntos en setiembre, luego de alcanzar en mayo pasado un valor de 203, el nivel más alto desde que el BCCR calcula dicho indicador². Con respecto a setiembre del año anterior el índice cayó en 7,5%. En particular, el 26 de setiembre el precio medio del petróleo WTI fue de USD 84,6 por barril, inferior en 7,4% en relación con la cotización media de agosto. Uno de los principales factores que explica esta disminución es la expectativa de una menor demanda de petróleo ante la desaceleración de la economía mundial³.

2. **Elevada inflación global y heterogénea entre países.** En Estados Unidos la inflación interanual ascendió a 8,3% en agosto, tasa todavía alta, pero inferior a la de los dos meses previos (9,1% en junio y 8,5% en julio). Asimismo, la mediana de las expectativas de inflación, medida por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, se redujo en 0,5 p.p. a 1 año y en 0,4 p.p. a 3 años, para ubicarse en 5,7% y 2,8%, respectivamente. En igual sentido, el Índice de precios al productor de ese país se desaceleró, desde 9,8% en julio a 8,7% en agosto.

En la zona del euro la inflación aumentó a 9,1% en agosto (8,9% en julio), aunque con alta discrepancia entre países (desde 6,6% en Francia hasta 25,2% en Estonia) y el componente subyacente pasó de 4,0% en julio a 4,3% en agosto. El incremento inflacionario estuvo impulsado por los altos precios de la energía, debido drástica reducción de los flujos a Europa de gas natural de Rusia, en respuesta de las sanciones económicas aplicadas a ese país por occidente (Gráfico 1).

Gráfico 1. Inflación en economías avanzadas y emergentes



¹ Australia publica la inflación con periodicidad trimestral.

Fuente: BCCR con información de Bloomberg y Banco de Reserva de Australia.

En América Latina destaca Brasil, donde empezó a bajar la tasa de inflación desde un máximo de 12,1% en abril pasado a 8,7% en agosto. Cabe resaltar que, el banco central de este país inició primero que otras economías avanzadas y emergentes a incrementar su tasa de interés de referencia.

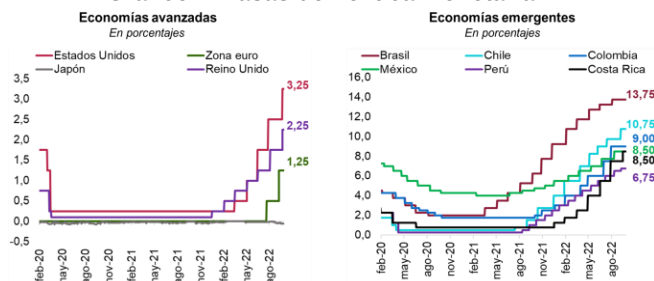
3. **Los bancos centrales de economías avanzadas endurecen su postura de política monetaria.** Por ejemplo, el Banco de Inglaterra ha aumentado la tasa de referencia en 200 p.b. desde finales de diciembre del 2021, para ubicarla en 2,25% en setiembre (Gráfico 2).

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

² La serie de este índice inicia en enero del 2000.

³ Este comportamiento ha privado a pesar de que la Organización de países exportadores de petróleo, junto con algunos productores independientes (entre ellos Rusia), acordó el 5 de setiembre pasado reducir en 100.000 barriles diarios su oferta a partir del 1 de octubre.

Gráfico 2. Tasas de Política Monetaria



Fuente: BCCR, con información de Bloomberg al 26/9/22.

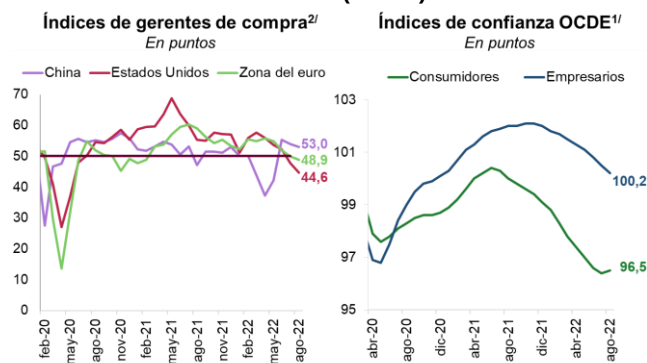
Por su parte, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en 300 p.b. el rango objetivo de su tasa de referencia, entre marzo y setiembre y los tres últimos ajustes fueron de 75 p.b. hasta ubicar ese rango en [3% y 3,25%]; además, adelantó que aplicará incrementos adicionales en el futuro⁴.

De igual forma, el Banco Central Europeo (BCE) subió la tasa de interés de referencia en 50 p.b. en julio y en 75 p.b. el pasado 8 de setiembre, hasta 1,25%. Estos aumentos se dieron en respuesta a la escalada de precios en la zona del euro, especialmente los de energía, y al debilitamiento del euro⁵.

4. Indicadores de corto plazo sugieren que la desaceleración económica continúa en el tercer trimestre del presente año. El índice de gerentes de compra⁶ de Estados Unidos y la zona del euro registró en agosto niveles de 44,6 y 48,9 puntos (desde 47,7 y 49,9 en julio), respectivamente. Por el contrario, dicho índice se mantuvo por encima de 50 en China (53,0 en agosto frente a 54,0 en julio).

Por su parte, los indicadores de confianza para los países miembros de OCDE señalan un deterioro tanto en la confianza de consumidores como de empresarios; este comportamiento es más pronunciado en el caso de los consumidores, que incluso ha estado en valores inferiores a 100, lo que denota pesimismo. (Gráfico 3).

Gráfico 3. Índices de Gerentes de Compras y de confianza (OCDE)



^{1/}Valores por encima de 100 representan optimismo.

^{2/}Si el índice está por encima de 50, indica una expansión y por debajo de 50, contracción.

Fuente: BCCR, con información de OCDE y Bloomberg.

Finalmente, la tasa de desempleo en Estados Unidos subió 2 décimas hasta 3,7% en agosto y las personas desempleadas aumentaron en 344.000, para un total de 6 millones, según cifras de la Oficina de Estadísticas Laborales; no obstante, consideran los analistas económicos que el mercado laboral en ese país aún da señales de fortaleza.

⁴ Al respecto, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, indicó el pasado 26 de agosto que la economía estadounidense requerirá de medidas de política monetaria más restrictivas, lo cual implicará un crecimiento más lento en la actividad económica y en el mercado laboral en los próximos meses.

⁵ Además, el BCE revisó al alza sus proyecciones de inflación para el bienio 2022-2023 para ubicarlas en 8,1% y 5,5%, desde 6,8% y 3,5% previstos en junio pasado.

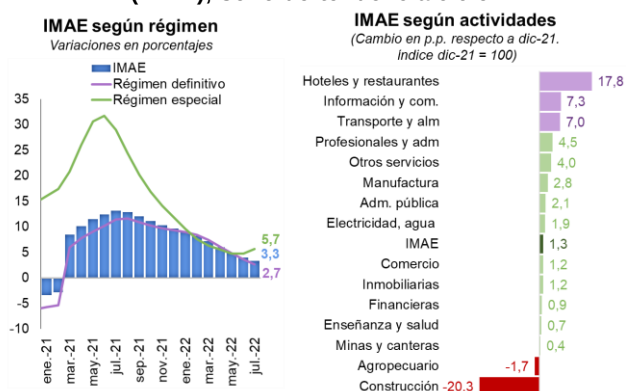
⁶ El Índice de Gerentes de Compras es un indicador que refleja la situación económica de un país basados en los datos obtenidos por una encuesta mensual a los gestores de compras de las empresas más representativas.

B. Coyuntura nacional:

1. La desaceleración de la actividad económica ocurre a un ritmo menor al previsto en el IPM de julio de 2022.

La tendencia de la serie ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) presentó una variación interanual, al mes de julio, de 3,3%, inferior en 9,8 p.p. con respecto a la registrada un año atrás y menor en 0,7 p.p. a la del mes previo. Con este resultado sigue la desaceleración de la actividad económica observada desde la segunda mitad del 2021, aunque se modera, pues en los dos meses previos la desaceleración fue de alrededor de 1 p.p. por mes (Gráfico 4).

Gráfico 4. Índice mensual de actividad económica (IMAE), serie de tendencia ciclo



Fuente: BCCR.

Por actividad económica destaca el dinamismo de los hoteles y restaurantes, con una tasa interanual de 27,1%, seguida del transporte y almacenamiento (14,2%) y de la actividad de información y comunicaciones (12,0%).

La construcción presenta una acentuada contracción, con una tasa de variación interanual de -25,9% (+13,3% un año atrás). De manera similar, la actividad agropecuaria cayó 3,5% (+4,6% en julio del año anterior), asociada a la contracción de las ventas externas de productos como banano y piña.

Según régimen de comercio, las empresas del régimen definitivo crecen a una tasa interanual de 2,7%, explicada principalmente por el dinamismo de los servicios de hoteles y restaurantes, transporte, empresariales e informáticos.

La producción del régimen especial mostró una aceleración con respecto al mes previo (variación

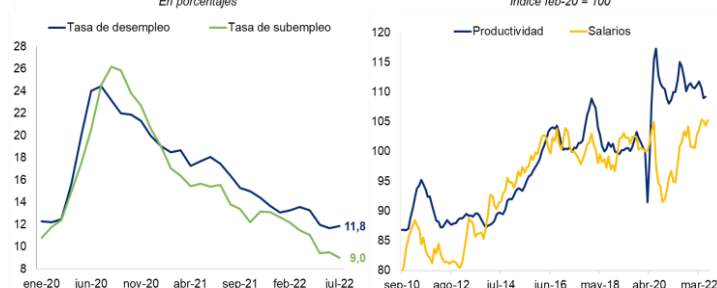
interanual de 5,7%, 1,0 p.p. más que en junio), principalmente influido por las exportaciones de servicios de informática y empresariales.

2. La tasa de desempleo se estanca, el subempleo continúa a la baja.

En el trimestre móvil finalizado en julio, la tasa de desempleo se ubicó en 11,8%, esto es 1,8 p.p. menos que el valor registrado en diciembre del 2021, pero similar a la del mes anterior, en tanto que la tasa de subempleo alcanzó 9,0%, lo cual significa una reducción de 4,1 p.p. y 0,5 p.p. con respecto a diciembre del año anterior y al mes previo, en ese orden.

Este comportamiento ocurre en un contexto en el que la tasa de ocupación alcanzó 53% (1,2 p.p. más que en diciembre último), en tanto que la tasa neta de participación (alrededor de 60%) ha registrado poco cambio en lo que transcurre del año (Gráfico 5).

Gráfico 5. Indicadores del mercado laboral
Tasas de desempleo y subempleo, julio 2022
En porcentajes



Fuente: BCCR con cifras del INEC.

A julio, los salarios nominales crecieron 3,6% (en términos interanuales), cifra insuficiente para compensar el incremento en el nivel de precios.

La productividad media, medida como un índice a partir de la razón entre el IMAE y el número de ocupados, ha mostrado un incremento superior al que registran los salarios nominales.

3. Las exportaciones de bienes se moderan, pero mantienen buen dinamismo.

En agosto del 2022, se estima que la balanza comercial de bienes acumuló una brecha negativa equivalente a 5,7% del PIB (3,1% en el 2021). Si bien las exportaciones moderaron su ritmo de crecimiento, mantienen un buen desempeño (10,1%) explicado, principalmente, por la mayor demanda de productos manufacturados, tanto del régimen especial como del definitivo.

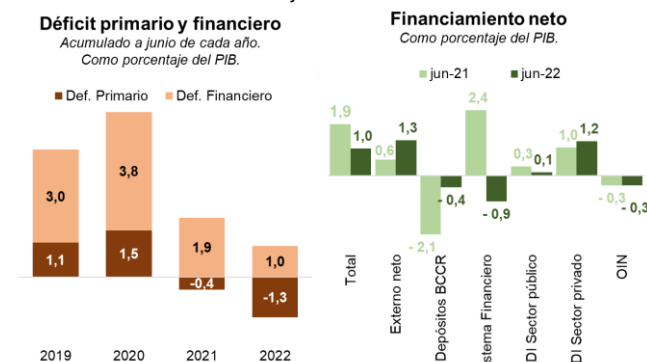
En el caso de las importaciones, se registró una variación interanual de 19,0%, resultado de la evolución de la factura petrolera y las compras de

insumos vinculados con las industrias agropecuaria, del plástico, metalúrgica y electrónica, así como de bienes de capital (relacionados con la industria médica) y de consumo (vehículos, productos farmacéuticos y alimenticios).

Particularmente, la factura petrolera mostró un aumento interanual de 92,6%, que combina el incremento de 9,1% en la cantidad de barriles y de 76,5% en el valor unitario de la mezcla de hidrocarburos. El precio del barril de mezcla fue de USD 127,4 en el bimestre julio-agosto, lo que evidencia una reversión de la tendencia alza que mostró esta variable en los meses previos (USD 140,5 en el segundo trimestre).

4. **El Ministerio de Hacienda (MH) señala que el resultado primario del Gobierno Central al primer semestre superó la meta acordada con el FMI.** Según el MH al primer semestre del 2022, las finanzas públicas mostraron un mayor superávit primario (equivalente a 1,3% del PIB) y un menor déficit financiero (1,0% del PIB) con respecto a igual lapso de un año antes (0,4% y -1,9%, respectivamente). Ese resultado primario se ubicó por encima de la meta evaluativa acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para junio del 2022 (Gráfico 6).

Gráfico 6. Déficit y financiamiento neto del Gobierno Central
Porcentajes del PIB



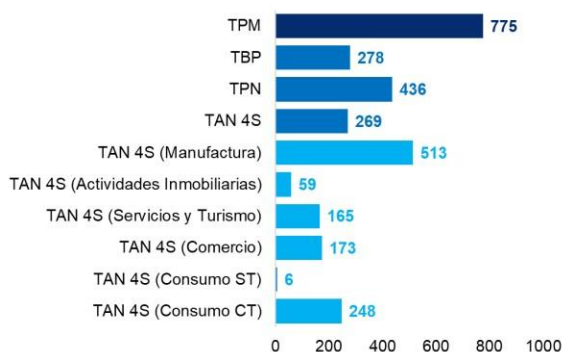
Fuente: BCCR con información del Ministerio de Hacienda.

Este comportamiento respondió tanto a la mejora en la recaudación tributaria, como a la caída del gasto primario (gasto total menos intereses), debido a la aplicación de la regla fiscal. Sin embargo, estos efectos fueron más que compensados por el mayor pago de intereses (alrededor de 2,3% del PIB), asociado, en especial, al pago por deuda interna (86,1% del total pagado en intereses).

5. **Continúa la transmisión de los cambios en la Tasa de Política Monetaria (TPM).** El pasado 14 de setiembre del 2022, la Junta Directiva del BCCR acordó incrementar la TPM en 100 p.b., para ubicarla en 8,5%⁷. Con esto, la TPM registra un incremento de 775 p.b. desde el 15 de diciembre del 2021. En ese mismo periodo, la tasa de interés pasiva negociada en colones, la Tasa Básica Pasiva y la tasa de interés activa negociada. en colones aumentaron 436, 269 y 278 p.b. (Gráfico 7).

Gráfico 7. TPM y tasas de interés de los intermediarios financieros¹

Variación en p.b. entre el 15/12/21 y 21/9/22



¹TPM: tasa de política monetaria, TAN: tasa activa negociada en colones (promedio móvil de cuatro semanas), TPN: tasa pasiva negociada, en colones, TBP: Tasa Básica, TAN (CONSUMO ST) = Tasa del consumo sin tarjeta y TAN (CONSUMO CT) = Tasa del consumo con tarjeta. (ambas en colones)

Fuente: BCCR.

Dado lo anterior, el premio por ahorrar en colones es positivo a partir de julio pasado y se ubica entre 207 y 265 p.b., según el plazo de captación.

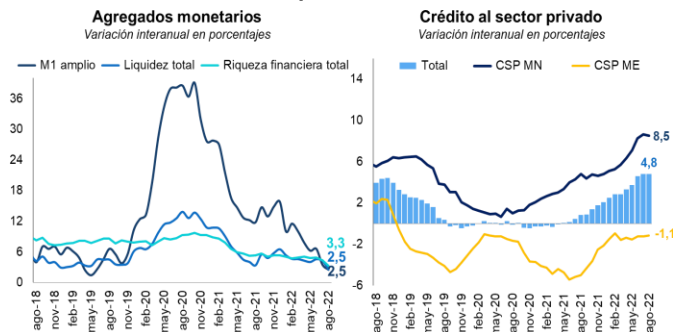
6. **El crecimiento de indicadores de riqueza financiera permanece bajo, mientras que el crédito al sector privado en colones aumentó 8,5% interanualmente.** En agosto los distintos agregados monetarios presentaron crecimientos interanuales en torno al 3,0%, inferiores a lo registrado un año atrás y al crecimiento nominal del producto⁸.

Si bien la participación del componente de la moneda extranjera en estos agregados aumentó, particularmente en el M1A, sí se aprecia una contención en el grado de dolarización del ahorro financiero, coherente con la recuperación del premio por ahorrar en colones (Gráfico 8).

⁷ Este ajuste rige a partir del 15 de setiembre.

⁸ En agosto del 2022 se registraron tasas de variación del 11,8%, 3,3% y 5,3% para el medio circulante, la liquidez total y la riqueza financiera total respectivamente.

Gráfico 8. Agregados monetarios y crédito al sector privado



Fuente: BCCR.

El crédito al sector privado en colones, por su parte, continuó al alza (8,5% contra 4,8% un año antes), mientras que en moneda extranjera se contrajo (1,1%). Este comportamiento da continuidad al proceso de desdolarización del crédito al sector privado observado en la última década.

7. El superávit del mercado cambiario ha permitido al BCCR restituir RIN. El 26 de setiembre el tipo de cambio de Monex se ubicó en ₡640,68, con una variación interanual de 2,1% y caída acumulada de 0,3%.

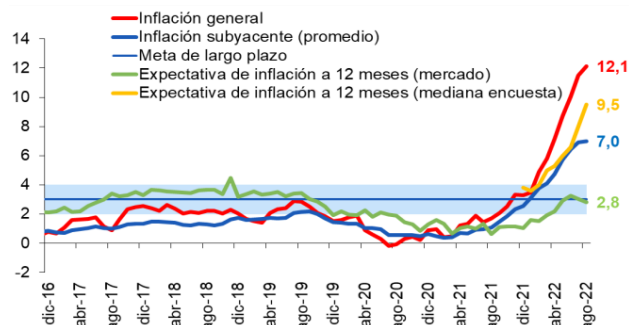
En setiembre (al día 23) el mercado privado de cambios registró un superávit promedio diario de *USD* 20,6 millones (*USD* 18,6 en promedio durante el bimestre julio-agosto del 2022 y *USD* 9,0 en promedio en el primer semestre del 2022), diferencia explicada en buena medida por una mayor cantidad ofrecida de divisas⁹.

Este comportamiento, en general, ha permitido al BCCR atender los requerimientos contemporáneos del SPNB y restituir *USD* 399,2 millones de divisas vendidas al SPNB en meses previos

Lo anterior se refleja en la evolución de las RIN que, además, incorporan el efecto del ingreso de los recursos del crédito concedido por el FLAR. Al 22 de setiembre, el saldo de RIN fue de *USD* 7.457,2 millones (11,6% del PIB), inferior en *USD* 123,9 millones al de agosto y *USD* 539,1 millones mayor al de finales de diciembre del 2021.

8. La inflación se mantiene al alza, pero modera su ritmo de crecimiento. En agosto la inflación general, medida a partir de la variación interanual del IPC, fue de 12,1% (acumulada de 9,5%), mientras que el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue de 7,0%; sin embargo, la variación mensual del IPC en agosto es la menor registrada desde enero del 2022 (0,37%) (Gráfico 9).

Gráfico 9. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas¹
Variación interanual, en porcentajes



¹Inflación subyacente: corresponde al promedio simple de la variación interanual de los indicadores núcleo inflacionario o inflación subyacente calculado con las siguientes metodologías: exclusión fija por volatilidad (IEV), exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y media truncada (IMT). Fuente: BCCR e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Si bien buena parte de esta inflación tiene su origen en un choque externo, ha influido en el comportamiento de las expectativas de inflación, que ha sido creciente en los últimos meses (medidas con encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía y empresarios). En agosto la mediana de este indicador se ubicó en 9,5% y 7,0% a 12 y 24 meses en ese orden, superiores en 1,5 y 2 p.p. con respecto a julio pasado.

Pese a estos resultados, algunos indicadores sugieren a que el valor máximo de la tasa interanual de inflación (en este episodio inflacionario) podría haberse alcanzado en agosto. Entre otras consideraciones, destacan los ajustes previstos en algunos rubros del componente regulado del IPC, así como la desaceleración en el ritmo de crecimiento del promedio de inflación subyacente y del índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN).

⁹Parte del mayor superávit en el mercado privado de cambios observado recientemente obedece a que, desde julio último, los administradores de fondos de terceros, en su mayoría, deben acudir al Monex.