

Informe Mensual de Riesgos Noviembre 2022

Asesor Externo: Pedro Aguilar M

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, esta vez haciendo énfasis en las expectativas económicas del 2023:

- Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial se revisan a la baja, principalmente por el impacto económico de la guerra entre Rusia y Ucrania y la política contractiva de los bancos centrales para contener la elevada inflación. Pese a ello, los organismos internacionales prevén una mayor inflación internacional, especialmente para el 2022, para luego descender en los dos siguientes años, pero sin llegar en el agregado mundial a los niveles en torno a los objetivos inflacionarios usuales de los bancos centrales.
- En ese contexto, para la economía nacional se proyecta un crecimiento del PIB de 4,3% y 2,7% en el 2022 y el 2023, respectivamente, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado. En este bienio la inflación en Costa Rica se mantendría por encima del margen de tolerancia con respecto a la meta y retornaría a dicho rango en el 2024. Los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se inclinan al alza.
- Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas. A ello se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión y de que se generen conflictos sociales. En el ámbito local destacan un deterioro más acentuado de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

Economía Internacional

Los organismos internacionales revisaron nuevamente a la baja las perspectivas de crecimiento mundial y al alza las de inflación.

El retiro de la política monetaria expansiva, los problemas de suministro, la política de tolerancia cero del COVID-19 y las prolongadas tensiones financieras entre los urbanizadores, estos dos últimos en China, y la extensión del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, han llevado a lo largo de año a un ajuste continuo y significativo por parte de los organismos financieros internacionales de sus proyecciones de crecimiento económico e inflación para el 2022.

El Banco Mundial (BM), en su informe “Perspectivas económicas mundiales” de junio pasado redujo las proyecciones de crecimiento mundial para el bienio 2022-2023 en 1,2 p.p. y 0,2 p.p., con respecto al informe de enero, hasta ubicarlas en 2,9% y 3,0%, respectivamente. Asimismo, prevé que la inflación internacional disminuya a 3% a mediados del 2023, influida por la desaceleración de la economía mundial, la disminución de los problemas en las cadenas de suministros y el aumento de la oferta de productos básicos. Pese a esa reducción, ese nivel sería de alrededor de 1 p.p. superior a su valor promedio en el 2019.

En igual sentido, el informe de perspectivas económicas provisionales de la OCDE de setiembre del 2022 pronostica una desaceleración de la actividad económica mundial, desde 5,8% en el 2021 hasta 3,0% en el 2022 y 2,2% en el 2023, este último por debajo de las proyecciones publicadas en junio pasado (2,8%).

Por su parte, el FMI, en su informe “Perspectivas de la economía mundial” de octubre de 2022 mantuvo la proyección de crecimiento mundial para el presente año (3.2%) y revisó a la baja la del próximo en 0,2 p.p. con respecto al informe de julio, para ubicar esta última en 2,7% en el escenario base.

El crecimiento proyectado para el 2023, es el más débil desde el 2001, con excepción de la crisis financiera mundial y la fase aguda de la pandemia del COVID-19.

El FMI señaló que prevé una desaceleración generalizada y más acentuada de lo previsto en julio para el 2023, con la característica de que varios países, que representan aproximadamente un tercio de la economía mundial, se encuentran a punto de contraerse este o el próximo año. Para el 2024, el FMI prevé que la economía mundial retornaría a un crecimiento similar al del 2022 (3,2%).

Para Estados Unidos, China y la zona del euro, las tres principales economías del mundo, el citado organismo prevé que pasarían de un crecimiento de 1,6%, 3,2% y 3,1% en el 2022 a 1,0%, 4,4% y 0,5% en el 2023 en el 2023, respectivamente.

En Estados Unidos, el crecimiento económico ha sido perjudicado por el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras, mientras que en China ha pesado el debilitamiento del sector inmobiliario y los continuos confinamientos para contener el contagio del virus SARS-CoV 2.

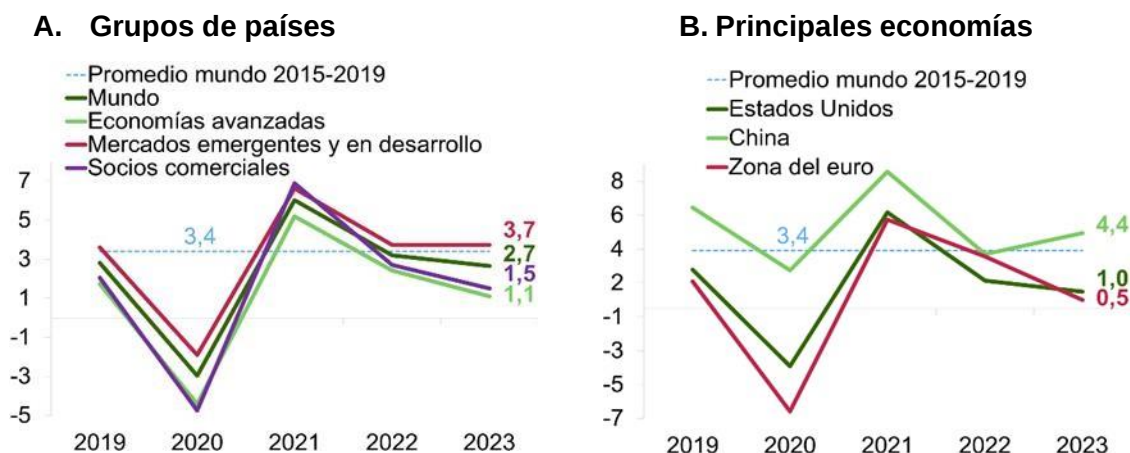
En la zona del euro y en Europa en general, la crisis energética provocada por las sanciones impuestas por occidente a Rusia, que previamente era su mayor proveedor, ha incidido en la desaceleración prevista para el 2023.

Recientemente los principales bancos centrales también han ajustado las proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el bienio 2022-2023. Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión de política monetaria del 20 y 21 de setiembre pasado modificó su proyección de crecimiento económico para el 2022 a [0,1%, 0,3%] y para el 2023 a [0,5%, 1,5%]³², y ubicó su perspectiva de inflación en [5,3%, 5,7%] y [2,6%, 3,5%]³³, en igual orden³⁴. Para la tasa de fondos federales, pronosticó los siguientes rangos para el bienio 2022-2023: [4,1%, 4,4%] y [4,4%, 4,9%].

Por su parte, el BCE), en su reunión de política monetaria del pasado 8 de setiembre, revisó al alza su proyección de crecimiento para el 2022 hasta 3,1% y la redujo para el 2023 a 0,9% (2,8% y 2,1% previstos en junio del 2022). Asimismo, actualizó su estimación de inflación a 8,1% y 5,5% para el bienio 2022-2023 (desde 6,8% y 3,5% en junio último).

Proyecciones de crecimiento mundial para el periodo 2022-2023

Variación interanual en porcentajes



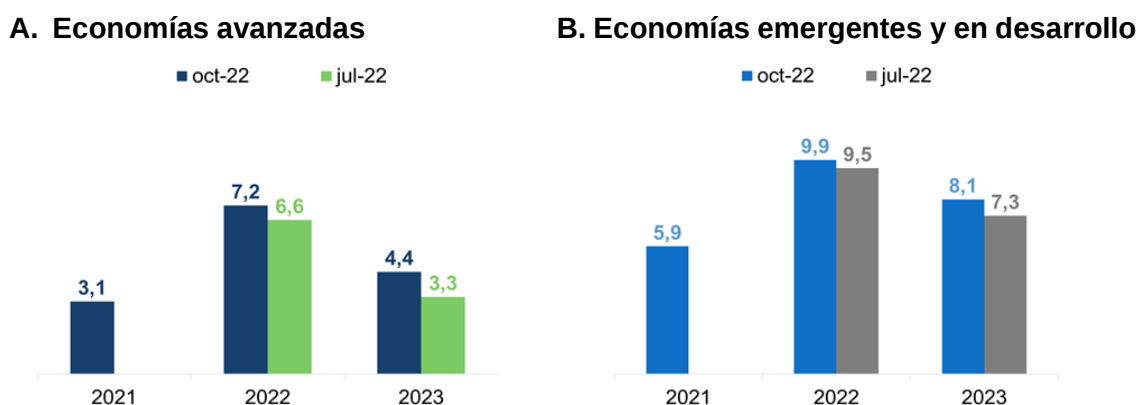
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial", octubre 2022, del Fondo Monetario Internacional

Pese a la desaceleración económica, las presiones inflacionarias han sido más extensas y persistentes de lo esperado. El FMI pronostica que la inflación mundial aumente de 4,7% en 2021 a 8,8% en 2022, para luego descender a 6,5% en el 2023 y 4,1% en el 2024.

Para las economías avanzadas y emergentes, este organismo internacional prevé que la inflación alcance un máximo en el 2022 de 7,2% y 9,9%, respectivamente y una moderación para el 2023 hasta 4,4% y 8,1%, en igual orden. Para el 2024, el FMI prevé una inflación de 2,4% en las economías avanzadas y 5,3% en las economías emergentes.

Proyecciones de inflación para el lapso 2022-2023

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial", julio y octubre 2022, del Fondo Monetario Internacional.

Este entorno es más adverso para la economía nacional tanto con respecto al del año previo como a lo proyectado en julio del 2022.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial, en particular de los socios comerciales del país, y, en general, un entorno de mayor inflación global incidiría negativamente sobre el desempeño económico local. Ello por cuanto los analistas internacionales prevén condiciones financieras más restrictivas, dado el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías, incluido un rápido incremento de las tasas de interés de referencia. Los principales supuestos de la economía internacional destacan lo siguiente:

- La revisión a la baja de 2,3% a 1,6% en el crecimiento de los Estados Unidos para el 2022, nuestro principal socio comercial, con respecto a lo previsto en julio. Para el 2023, el FMI estima una desaceleración hasta 1,0%. Para nuestros principales socios comerciales, se estima un crecimiento medio ponderado³⁵ de 2,7% en el 2022, que significa 0,2 p.p. menos que en julio y para el 2023 una moderación hasta 1,5%.
- Un aumento anual de 57,2% en los precios de los combustibles en el 2022³⁶, inferior al ajuste estimado en julio pasado (59,6%), aunque para el próximo año la caída prevista sería menor (15,7%).
- La evolución de los precios de nuestras importaciones y exportaciones llevaría a un mayor deterioro en los términos de intercambio en el 2022 con respecto a lo estimado en julio (7,1% contra 5,6%), explicado principalmente por el incremento en el precio de las materias primas importadas. Para el 2023, se proyecta una variación de 1,1% para los términos de intercambio (0,6% previsto en julio).
- La inflación de los principales socios comerciales³⁷ sería de 6,7% en el 2022 (5,9% previsto en julio) y 4,0% en el 2023.
- Las tasas de interés internacionales se mantendrían en niveles superiores a los previstos en julio pasado. Por ejemplo, la tasa SOFR se estima en 4,6% y 4,2% en el 2022 y 2023.

Economía nacional

Para el bienio 2022 y 2023 se proyecta un crecimiento de 4,3% y 2,7%, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado. Esta revisión ubica en ambos años el nivel de la producción por encima de lo estimado en julio.

La revisión al alza para el 2022 se explica por un mayor crecimiento de la demanda externa de bienes manufacturados por las empresas amparadas al régimen especial de comercio y de servicios relacionados con el ingreso de turistas, así como de servicios empresariales y de informática, que producen para el mercado externo. En este mismo año la demanda interna crecería similar a lo previsto en el IPM de julio; toda vez que el mayor crecimiento previsto para el consumo privado sería compensado por una acumulación de inventarios³⁸ menor a lo contemplado en julio.

Por su parte, la revisión a la baja en la tasa de crecimiento del 2023 con respecto a lo

incluido en IPM de julio se explica por la demanda interna, en particular del consumo privado, la inversión y las importaciones, principalmente de servicios.

Cabe señalar que aun cuando la tasa de variación en el 2023 es menor a lo previsto en julio pasado, el flujo de bienes y servicios es mayor en esta revisión, lo que implica mayores ingresos y actividad con respecto al informe previo.

En el bienio 2022-2023, el desempeño del intercambio comercial con el resto del mundo estaría determinado, primordialmente, por el deterioro en los términos de intercambio, en un contexto de moderación de la actividad económica local y de los principales socios comerciales.

Bajo estas circunstancias el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubicaría en torno a 4,6% en el 2022 y 4,1% en el 2023. A relaciones superiores a la registrada en el 2021 (3,4%). Lo anterior se explicaría por el incremento del déficit de la cuenta de bienes y el déficit de ingreso primario en ambos años de pronóstico, parcialmente compensado por el aumento en el superávit de servicios.

Se estima que el superávit de la cuenta de servicios registraría un aumento promedio de 2,1 p.p. del PIB en el bienio en análisis con respecto al 2021, con lo cual se ubicaría en 10,6% en el 2022 y 11,0% en el 2023, este último año similar al nivel registrado previo a la pandemia (11,2% del PIB en el 2019).

El mayor superávit sería impulsado por el dinamismo de la cuenta de viajes, de los servicios de apoyo empresarial y del grupo conformado por telecomunicaciones, informática e información.

Particularmente, las cifras esperadas para el 2022 y 2023 muestran un incremento en la importancia relativa de esos dos últimos grupos dentro de total de servicios exportados, mientras que el turismo continuaría con la recuperación hacia los niveles registrados en el quinquenio que culminó en el 2019. Esta diversificación en las exportaciones de servicios se ha robustecido en los últimos años e incrementa la capacidad del país para enfrentar choques adversos externos.

En el bienio 2022-2023 aumentarían los flujos de ahorro externo respecto al 2021, tanto hacia el sector público como el privado. Estos inlfujos serían más que suficientes para financiar el déficit de cuenta corriente y propiciaría una acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo cercano al 13,0% del PIB a finales del 2023.

En la cuenta financiera se estima para el 2022 y 2023 un ingreso promedio neto de recursos cercano a 6,1% del PIB, superior al resultado del 2021 (2,9% del PIB). Este financiamiento estaría dirigido en su mayoría al sector público, con un promedio para los dos años de pronóstico de 3,6% del PIB y, en menor medida, al sector privado, con un promedio en el bienio de 2,5% del PIB.

El mayor acceso a recursos externos en el 2022 por parte del sector público se explica, principalmente, por los desembolsos al Gobierno General por alrededor de USD 1.752,7 millones⁴⁰, así como por el mayor financiamiento externo neto esperado de los bancos públicos por USD 520,5 millones⁴¹.

Adicionalmente, en este año el Banco Central recibió el desembolso de crédito de apoyo a la balanza de pagos del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un monto de USD 1.100 millones. Estos flujos serían parcialmente compensados por la amortización de deuda pública externa por parte del sector público no financiero (USD 337,2 millones).

Para el 2023 se tienen programado desembolsos al Gobierno General por USD 4.806,0 millones, dentro de los cuales destacan los créditos de apoyo presupuestario por USD 2.699,5 millones y la colocación de títulos valores en el exterior (USD 1.500 millones)⁴². En contraste, tanto el Gobierno General como los bancos públicos tienen previsto la cancelación de títulos de deuda pública externa por USD 1.000 millones y USD 500 millones, respectivamente.

En el sector privado destacaría la inversión directa, principalmente de empresas de dispositivos médicos y de alta tecnología. Se espera que en el bienio los flujos de inversión directa alcancen una participación media con respecto al PIB cercana al 4,9%, inferior a la registrada en el 2021 (5,5%), pero superior a la observada en el quinquenio que concluyó en el 2019 (4,7% del PIB).

Estos recursos permitirían financiar la brecha negativa de la cuenta corriente y propiciarían una acumulación de activos de reserva de USD 1.142,0 millones en el 2022 y USD 1.311,0 millones en el 2023, con lo cual se alcanzarían niveles con respecto al PIB equivalentes a 11,8% y 13,0% respectivamente, lo que implica una recuperación luego del uso transitorio de reservas que hizo el Banco Central en el 2021 ante el atraso en las aprobaciones de los créditos externos de apoyo presupuestario y por la atención de la mayor demanda divisas originada en el choque negativo de los términos de intercambio y la intensificación del proceso de adquisición de activos en moneda extranjera por parte de los fondos de pensiones.

Las finanzas públicas presentarían resultados positivos tanto en el 2022 como en el 2023, con lo que se mantiene el comportamiento observado desde finales del año pasado. Ello permitiría una reducción en la deuda como porcentaje del PIB y menores necesidades de financiamiento.

En el 2022 y 2023 se alcanzaría un superávit primario equivalente a 1,3% y 1,5% del PIB, respectivamente, en tanto que el déficit financiero alcanzaría 3,4% y 3,6% del PIB en el orden indicado.

Los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 8,3% en el bienio, congruente con el dinamismo de la actividad económica y la entrada en vigor de algunos ingresos tributarios remanentes de la Ley de Fortalecimiento de la Finanzas Públicas (Ley 9635), lo cual se traduciría en una carga tributaria promedio 13,7% del PIB.

Por su parte, la relación gasto total a PIB tendería a la baja, al pasar de 19,0% en el 2022 a 18,89% en el 2023. Este resultado parte de una estricta aplicación de la regla fiscal al gasto total (gasto corriente más gasto de capital), dado que la relación deuda a PIB aún supera el 60%. Por su parte, el pago de intereses se mantendrá al alza (alrededor de 5,1% del PIB).

El requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central se reducirá y se estima en 8,7% del PIB al término del 2022 y 9,7% en el 2023. En dicho financiamiento mantendría

una alta participación el ahorro local I, pero en menor porcentaje a la de años anteriores cuando rondaba cerca del 11,0% del PIB; especialmente, en el 2023 se esperaría que se ubique en 2,9% del PIB.

Lo anterior debido a la implementación de una estrategia de endeudamiento que incorpora mayor acceso al mercado externo con créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales, recursos provenientes del Acuerdo con el FMI y la emisión de títulos en el mercado internacional.

Específicamente, se supone la colocación de títulos valores de deuda externa por hasta USD 6.000 millones, con emisiones anuales máximas de USD 1.500 millones entre el 2023 y el 2026. Esta dinámica lleva a que las proyecciones de deuda, como porcentaje del PIB, muestren una trayectoria descendente hasta alcanzar alrededor del 60 de la producción en el 2027.

El resto del sector público no financiero continuará con resultados superavitarios en torno a 0,6% del PIB por año, ligeramente inferior a lo observado previo a la pandemia. El proceso de recuperación de las finanzas de la mayoría de las entidades públicas se mantiene, pero ha sido más pausado de lo previsto, especialmente en la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y en la Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope). Para el Banco Central se estima un déficit financiero de 01% del PIB en el 2022 y 0,2% en el 2023.

La inflación, subyacente y general, se ubicaría en valores superiores al rango de tolerancia alrededor de la meta ($3\% \pm 1$ p.p.) en lo que resta del 2022 y en el 2023, y retornaría a dicho rango a finales del 2024. El balance de riesgos de estas proyecciones se inclina al alza.

En el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende los ocho trimestres que van desde el cuarto trimestre del 2022 hasta el tercero del 2024, la trayectoria de la inflación subyacente y general es ligeramente mayor a la estimada en el Informe de Política Monetaria de julio del 2022, con un balance de riesgos que se mantiene sesgado al alza. Estas proyecciones incorporan la respuesta de política monetaria del Banco Central con el objetivo de lograr que, en el mediano plazo, la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

La inflación actual tiene un alto componente importado (inflación por costos) que ha incidido en la evolución de las expectativas inflacionarias. Por tanto, el comportamiento de esta variable, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, conduciría a que la inflación subyacente⁴⁴ se ubique en promedio en torno a 5,7% en el 2022, 5,6 % en el 2023 y 4,0 % en el 2024.

Estas tasas se incrementan en alrededor de 0,2 p.p. con respecto a las proyecciones del informe de julio pasado. Se proyecta que la brecha de producto, otro determinante macroeconómico de la inflación continuaría en valor negativo, por lo que mitigaría la aceleración en la inflación.

El pronóstico es que la inflación general se ubicará en promedio alrededor de 8,5% en el 2022 y 6,0 % en el 2023, tasas muy cercanas a las proyectadas en julio pasado. Para el 2024 la inflación se estima que podría ubicarse en torno a 3,7 % en promedio.

Se espera que los efectos de choques externos previamente comentados tiendan a diluirse en el 2023 y que tanto la inflación general como la subyacente retornen a valores coherentes con la meta a mediados del 2024

El crecimiento del crédito al sector privado desaceleraría en lo que resta del 2022 y en el 2023.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, del sector externo y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crezca en torno a 4,5% en el 2022 y 3,9% en el 2023. Estos crecimientos del ahorro consideran los supuestos de ingreso de los créditos de apoyo presupuestario para el Gobierno y la colocación de títulos de deuda soberana en los mercados internacionales previstos en este ejercicio.

Congruente con los supuestos de crecimiento de la actividad económica para el 2022 y el 2023 y sobre la disponibilidad de fondos prestables por parte de los intermediarios financieros, se estima que la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado se ubicaría en 5,0% en el 2022 y 3,4% en el 2023 (4,1% y 4,0%, en el informe de julio, en ese mismo orden). El aumento del crédito sería impulsado por las colocaciones en moneda nacional toda vez que se supone que continúa la desdolarización relativa observada en los últimos años en el crédito total.

Acciones futuras de política monetaria y cambiaria

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como condición necesaria, para la estabilidad macroeconómica. Por ello mantiene la meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%.

El BCCR continuará con los ajustes graduales en la TPM, observada desde diciembre del 2021, hasta alcanzar una postura de política monetaria que induzca a una reducción de la inflación. Con ello busca que la inflación retorne a valores coherentes con la meta en el mediano plazo. Lo anterior basado en un análisis prospectivo de los determinantes de la inflación (entre ellos la brecha del producto, las expectativas de inflación y posibles efectos inflacionarios de segunda ronda).

También con este fin, gestionará la liquidez del sistema financiero con el fin de reducir los excesos monetarios para evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

Adicionalmente, continuará con la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de las políticas monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas, lo que facilita la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario de mediano plazo definido por el BCCR.

En materia de política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado-