

## Informe Mensual de Riesgos Enero 2023 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. De la coyuntura macroeconómica destaca lo siguiente<sup>1</sup>:

### A. Economía internacional

#### 1. Indicadores de corto plazo de actividad económica sugieren una desaceleración en algunas economías en el cuarto trimestre del año.

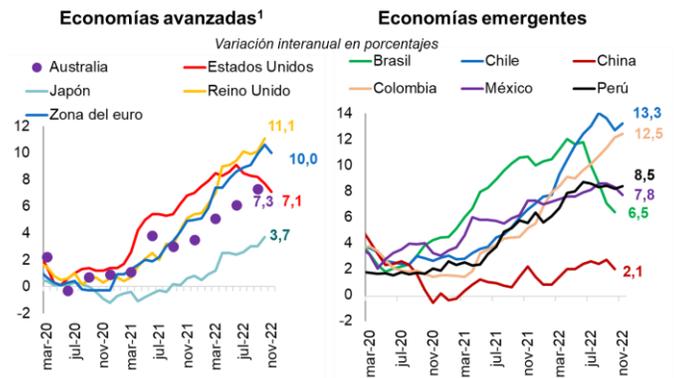
A manera de referencia, el Índice de gerentes de compra<sup>2</sup> de las tres principales economías (Estados Unidos, China y la zona del euro) continuó en noviembre con valores por debajo de 50, lo que da señales de desaceleración.

La confianza de los consumidores y empresarios en los países miembros de la OCDE<sup>3</sup> siguió con valores inferiores a 100 (96,5 y 99,7 puntos en noviembre) y el indicador adelantado compuesto para dichas economías<sup>4</sup> se ubicó en 98,4 puntos en octubre anterior (98,6 en setiembre).

#### 2. La inflación da señales de moderación en algunas economías, pero aún supera el objetivo establecido por sus bancos centrales. Según la Oficina de Estadísticas Laborales, el índice de precios al consumidor (IPC) en Estados Unidos creció a una tasa interanual de 7,1% en noviembre (7,7% el mes previo) y, la inflación subyacente igualmente desaceleró, al pasar de 6,3% en octubre a 6,0% un mes después.

En la zona del euro la inflación general también mostró un comportamiento similar, en el tanto la tasa interanual del IPC fue de 10% (10,6% en octubre, según la estimación de la Oficina de Estadística Europea); no obstante, la inflación subyacente se mantuvo en 5,0% (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Inflación en economías avanzadas y emergentes**



<sup>1</sup>Información a nov-22, salvo Japón, Reino Unido, Brasil, y China con cifras a oct-22 y Australia que publica con periodicidad trimestral.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Banco de la Reserva de Australia y Bloomberg.

#### 3. La política monetaria continúa restrictiva, aunque a ritmos distintos en economías avanzadas y emergentes.

En el mundo avanzado destacan las decisiones recientes (14-15 de diciembre) adoptadas por el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, que aumentaron sus tasas de referencia en 50 puntos base (p.b.). Si bien estos ajustes fueron inferiores a los aplicados en meses previos, señalaron que, con el fin de controlar la inflación, los incrementos continuarán<sup>5</sup>.

<sup>2</sup> Si el índice está por encima de 50 indica una expansión, y por debajo de 50, contracción.

<sup>3</sup> Valores por encima de 100 representan optimismo.

<sup>4</sup> El indicador adelantado compuesto está diseñado para proporcionar señales tempranas de puntos de inflexión en los ciclos económicos. Su promedio de largo plazo es 100.

<sup>5</sup> Luego de cuatro aumentos consecutivos de 75 p.b. la Reserva Federal incrementó en 50 p.b. su tasa de referencia para ubicar el rango en [4,00%,4,25%]. El Banco de Inglaterra, por su parte, ubicó su referencia en 3,5% y destacó la necesidad de nuevos incrementos para hacer frente a lo que temen sean presiones internas persistentes en precios y salarios. El BCE, además del aumento en su tasa de referencia (ubicó en 2% la tasa de depósito), señaló que reducirán el estímulo cuantitativo, lo que contempla suspender parcialmente, a partir de marzo, las recompras de los bonos que vencen bajo el Programa de Compra de Activos.

Las economías emergentes, y en particular las latinoamericanas, que iniciaron el ciclo de aumentos en sus tasas de referencia con antelación (marzo del 2021 en el caso de Brasil), en reuniones recientes han moderado el ritmo de ajuste o incluso han mantenido sus tasas de referencia.

4. **La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) revisó a la baja las perspectivas de crecimiento mundial para el 2023.** En su publicación de noviembre pasado, la OCDE estimó que la actividad económica mundial se desaceleraría en el 2023, en un entorno de presiones inflacionarias, provocadas en buena medida por la crisis energética que generó el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

**Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento mundial  
Variación anual en porcentajes**

	Proyecciones				
	2022	Nov-22		Jun-22	
		2023	2024	2022	2023
<b>Mundo</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>
Estados Unidos	1,8	0,5	1,0	2,5	1,2
Zona del euro	3,3	0,5	1,4	2,6	1,6
Alemania	1,8	-0,3	1,5	1,9	1,7
Japón	1,6	1,8	0,9	1,7	1,8
Canadá	3,2	1,0	1,3	3,8	2,6
Reino Unido	4,4	-0,4	0,2	3,6	0
China	3,3	4,6	4,1	4,4	4,9
India <sup>1</sup>	6,6	5,7	6,9	6,9	6,2
Brasil	2,8	1,2	1,4	0,6	1,2
<b>Costa Rica</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>

<sup>1</sup> Año fiscal que inicia en abril.

Fuente: OCDE, Perspectivas económicas, noviembre del 2022.

En particular, señaló que el crecimiento del 2023 dependerá, en buena medida, del comportamiento de las principales economías de Asia, que aportarían casi tres cuartas partes al crecimiento mundial, en el tanto Estados Unidos y Europa registrarían una desaceleración (Cuadro 1).

Las menores perspectivas de crecimiento económico, especialmente para Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, reducirán el impulso de la demanda externa del país en el bienio 2023-2024.

5. **Las proyecciones de inflación siguen elevadas.** La OCDE estimó que la inflación en el 2022 superará, en promedio, el 9,0% en los países miembros de ese organismo.

En la medida en que se complete la transmisión de la política monetaria contractiva es de esperar que disminuyan las presiones de demanda y los precios de

la energía, con lo cual la inflación se moderaría hasta 6,6% en el 2023 y 5,1% en el 2024. Reconoce este organismo que la política monetaria restrictiva generará tensiones financieras para los hogares y las empresas endeudadas, principalmente en economías emergentes.

6. **Los precios de las materias primas que importa Costa Rica muestran caídas en los últimos meses.** En noviembre, el índice de materias primas importadas mostró una caída interanual de 11,7% (-12,0% en octubre), aunque se mantiene por encima del nivel previo a la pandemia. Uno de los componentes de este índice con mayor incidencia es el precio del barril de petróleo, que en lo que transcurre del segundo semestre ha disminuido 12,1% en términos interanuales (se toma como referencia el WTI), luego de registrar en junio pasado el nivel más alto desde que inició la pandemia del COVID-19.

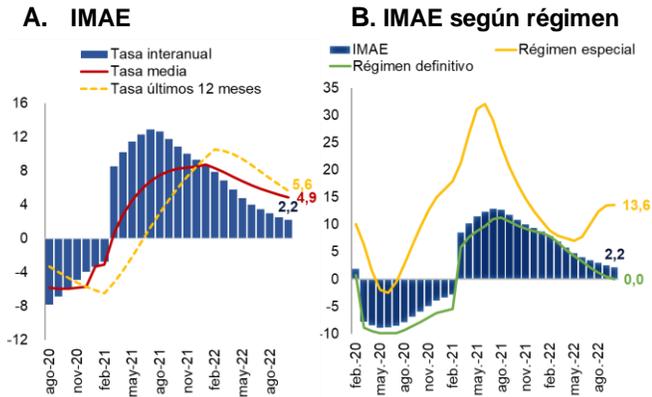
El comportamiento a la baja en el precio del petróleo ha sido determinado, en buena medida, por la expectativa de una menor demanda global, que reflejaría la restricción monetaria antes comentada. A ello se suma la incertidumbre sobre la situación sanitaria en China, el mayor importador mundial de crudo, ante el lento levantamiento de las restricciones sanitarias por el COVID-19.

## B. Coyuntura nacional:

1. **Pese a la desaceleración de la actividad económica, en el 2022 la economía costarricense muestra un crecimiento relativamente alto.** En octubre, el índice mensual de actividad económica (IMAE) en su serie de tendencia ciclo creció en términos interanuales en 2,2%, inferior en 0,3 p.p. con respecto al mes previo y en 8,7 p.p. a lo registrado un año atrás. La tasa media anual a octubre fue de 4,9%, coherente con el crecimiento económico para el año en curso previsto en el Informe de Política Monetaria publicado de octubre pasado (Gráfico 2).

En particular, la producción de las empresas ubicadas en los denominados regímenes especiales de comercio creció 13,6% en términos interanuales, y mantuvo la aceleración observada desde junio pasado; en contraste, la producción de empresas del régimen definitivo se estancó en términos interanuales, ante la moderación en el crecimiento de la mayoría de las industrias y la contracción en las actividades de la construcción, agricultura y ganadería.

**Gráfico 2. IMAE**  
**Variación interanual en porcentajes**

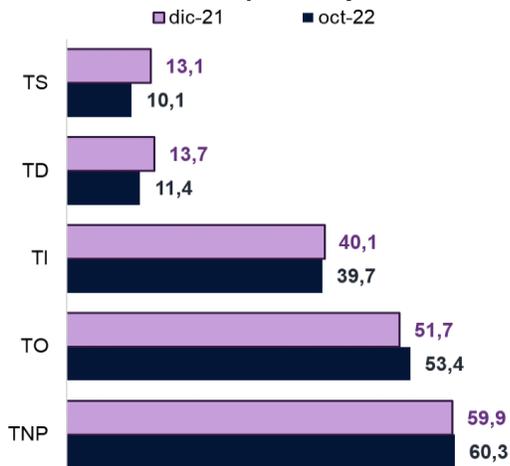


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**2. El mercado laboral muestra una modesta mejoría.**

En el trimestre móvil finalizado en octubre, la tasa de desempleo se ubicó en 11,4%, menor en 0,6 p.p. a lo registrado el mes previo y en 2,2 p.p. en relación con la tasa de finales del 2021. Por su parte, el subempleo alcanzó un 10,1% (9,7% el mes previo), con lo que acumula una reducción de 3,0 p.p. con respecto al valor de finales de 2021.

**Gráfico 3. Indicadores del mercado laboral<sup>1</sup>.**  
**En porcentajes**



<sup>1</sup> TS: Tasa de subempleo, TD: Tasa de desempleo, TI: Tasa de inactividad, TO: Tasa de ocupación, TNP: Tasa neta de participación.  
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del INEC.

Esta mejoría, sin embargo, no fue suficiente para aumentar la tasa de ocupación, la cual se ubica en 53,4%, prácticamente similar al valor de setiembre pasado, aunque mayor en 1,7 p.p. con respecto al registrado a finales del 2021. La tasa neta de participación continuó en torno al 60%.

**3. Las exportaciones de bienes continúan dinámicas, impulsadas por los regímenes especiales.** En noviembre del 2022 la balanza comercial de bienes acumuló un déficit de USD 5.663 millones, equivalente a 8,3% del PIB (5,2% en el 2021). Este resultado combina un crecimiento de 10% interanual en las exportaciones (24,4% un año atrás) y de 21,7% en las importaciones (30,3% en el 2021).

Las exportaciones denotan la mayor demanda por bienes manufacturados<sup>6</sup>, que contrasta con la caída en las ventas de productos agrícolas.

Por su parte, el aumento de las importaciones estuvo dominado por la factura petrolera<sup>7</sup> y la compra de insumos vinculados con las industrias químicas, farmacéuticas, del plástico, agropecuaria y electrónica, así como la compra de vehículos.

Según régimen de comercio, destacaron las compras de empresas de zonas francas y perfeccionamiento activo, toda vez que las de empresas del régimen definitivo se moderaron.

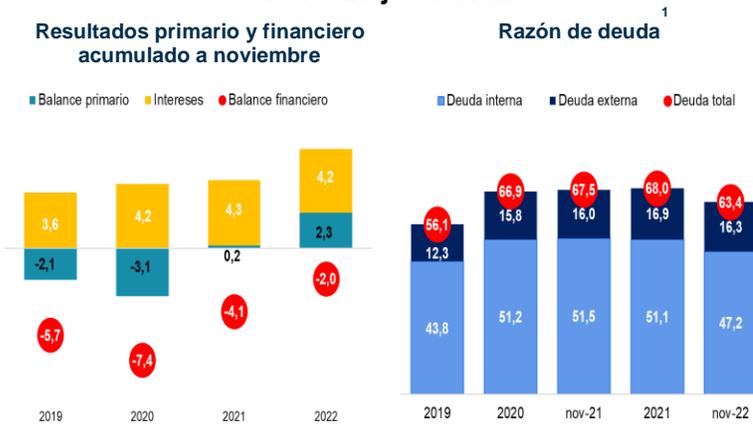
**4. La mejora en las finanzas públicas continúa.** En noviembre del 2022 el superávit primario y el déficit financiero del Gobierno Central se ubicaron en 2,3% y 2,0% del PIB, respectivamente, lo que significó en ambos casos una mejora de 2,1 p.p. del PIB con respecto a lo observado un año atrás.

Este comportamiento evidenció tanto el buen desempeño de los ingresos totales (variación interanual de 17,9%), como el bajo crecimiento en el gasto total primario (0,8%). En el primer caso determinado, en buena medida, por los rubros de renta, valor agregado y aduanas; mientras que en los egresos destacó la caída en los gastos de capital y la desaceleración en las remuneraciones; este efecto fue compensado parcialmente por el crecimiento en el pago de intereses (9,4%), rubro que representó 4,2% del PIB.

<sup>6</sup> Sobresalen los implementos médicos (válvulas cardíacas y catéteres), concentrados para bebidas gaseosas, equipo de seguimiento de pacientes y cajas de cartón.

<sup>7</sup> La factura petrolera ascendió a USD 2.365,2 millones, para un aumento interanual de 73,1% que combinó el incremento de 7,6% en la cantidad de barriles y de 60,9% en el precio medio de la mezcla de producto terminado.

#### Gráfico 4. Resultado financiero, primario y razón de deuda del Gobierno Central. Porcentajes del PIB



<sup>1</sup>Relaciones escaladas al PIB anual publicado en el IPM de octubre 2022.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

El saldo de la deuda del Gobierno Central a noviembre acumuló un incremento nominal de casi ₡1,1 billón con respecto a diciembre del 2021, lo que ubicó la razón de deuda a PIB en 63,4% (Gráfico 4).

Ese valor es 4,6 p.p. del PIB menor a lo observado en diciembre del 2021, debido entre otros factores a lo siguiente:

- Los ingresos tributarios durante el 2022 han crecido a tasas de dos dígitos que superan el crecimiento del PIB nominal y el crecimiento del gasto, dadas las medidas de contención adoptadas. Todo esto modera la colocación de bonos de deuda interna en el mercado financiero.
- El efecto de la relativa alta tasa de crecimiento real de la actividad económica, que se estima en 4,3%.
- Desde el punto de vista contable incide el efecto de la reducción del tipo de cambio sobre el saldo de la deuda contratada en moneda extranjera.
- Dado que el denominador de dicha razón es el PIB nominal, la mayor inflación observada en el presente año tiende a reducir el valor de esa razón.

En síntesis, en la reducción de la razón deuda del Gobierno Central a PIB, si bien domina el efecto de la mejora en el desempeño fiscal (mayor recaudación y contención del gasto), hay que tener en cuenta el efecto del mayor crecimiento real de la economía, la

reducción en el valor expresado en colones de la porción de la deuda denominada en moneda extranjera, así como el “efecto denominador”, de una mayor inflación sobre el PIB nominal.

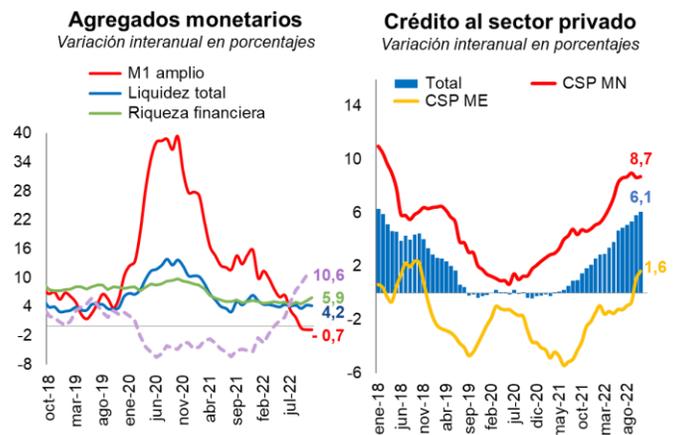
#### 5. Transmisión de los cambios en la Tasa de Política Monetaria (TPM) aún en proceso.

Entre el 15 de diciembre del 2021 y el 21 de diciembre, la TPM aumentó 825 p.b. (para ubicarse en 9,0%). En este lapso la tasa de interés pasiva negociada en colones, la Tasa Básica Pasiva y la tasa de interés activa negociada en colones aumentaron 619, 342 y 422 p.b. A la última fecha el premio por ahorrar en colones registró valores positivos en torno a los 500 p.b.

#### 6. Los agregados monetarios, relacionados con medios de pago y formas de ahorro financiero mantienen un moderado crecimiento, mientras que el crédito al sector privado en moneda local crece a una tasa superior a la de la inflación.

A noviembre, los agregados monetarios (medio circulante amplio, la liquidez total y la riqueza financiera total) presentaron tasas interanuales inferiores a las registradas al finalizar el 2021 y al crecimiento nominal de la producción (Gráfico 5). Este proceso estuvo acompañado de una contención del grado de dolarización del ahorro financiero, lo cual es coherente con la recuperación del premio por ahorrar en colones antes comentado

#### Gráfico 5. Agregados monetarios y crédito al sector privado. Variación interanual en porcentajes



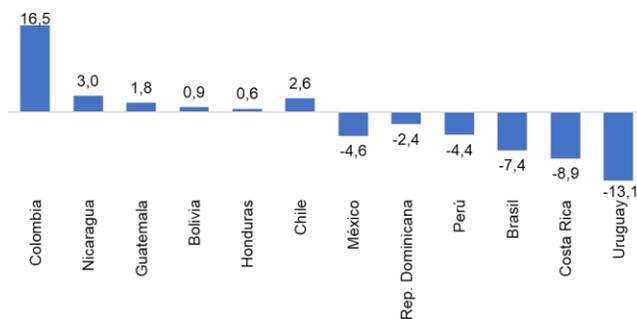
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, el crédito al sector privado aumentó a una tasa interanual de 6,1% (1,8% un año atrás) impulsado, principalmente, por las operaciones denominadas en colones (cuyo saldo creció 8,7%

frente a 4,6% un año atrás). En meses recientes el saldo de crédito en moneda extranjera muestra una recuperación.

- 7. La mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario determina la apreciación del colón.** En lo que transcurre del segundo semestre del año (hasta el 23 de diciembre) el superávit neto del mercado privado de cambios alcanzó *USD 2.601 millones*, monto superior a lo registrado en igual periodo de comparación del año previo (*USD 1.150 millones*) y a lo observado en la primera mitad del presente año (*USD 1.134 millones*). Este superávit resulta tanto de una mayor oferta de divisas como de la moderación de algunos componentes de la demanda por la moneda extranjera, situación que responde a una variedad de causas y que no es un fenómeno exclusivo de Costa Rica (Gráfico 6).

**Gráfico 6. Variación acumulada de tipo de cambio en el 2022 (al 23 de diciembre del 2022) en algunos países latinoamericanos (en porcentaje)**



Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg y de BCCR.

De las razones que explican el mayor superávit neto de divisas destacan las siguientes:

- El ajuste en las tasas de interés locales en una cuantía mayor al ajuste en las tasas de interés internacionales, lo que contuvo el proceso de dolarización relativa del ahorro financiero.
- La reversión parcial del choque externo que incrementó, en el primer semestre, el costo de las materias primas.
- La significativa reducción, con respecto a octubre del 2021, en el costo internacional de transporte marítimo de mercancías.

- La menor demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones en el segundo semestre del 2022.
- La continua atracción de empresas externas que reubican sus plantas de producción en Costa Rica, dada su cercanía geográfica con los Estados Unidos de América y el compartir zonas horarias, todo lo cual se manifiesta como mayor inversión directa.
- El repunte del turismo receptor, sobre todo en el segundo semestre.
- Finalmente, no se puede descartar un efecto de la mayor confianza en la estabilidad macro financiera del país, ante la continuidad del esfuerzo por consolidar la sostenibilidad fiscal, que ha sido reforzada con el ingreso de empréstitos externos, entre ellos los *USD 1.100 millones* concedidos por el Fondo Latinoamericano de Reservas al BCCR y, más recientemente, la autorización para que el Gobierno de la República pueda emitir deuda externa por *USD 5.000 millones* en los próximos 4 años.

Ante esta realidad, el BCCR ha tenido una activa participación en el mercado cambiario como comprador neto de divisas. Las divisas compradas han permitido atender los requerimientos contemporáneos del Sector Público no Bancario y restituir parcialmente las divisas vendidas a estos entes en periodos previos. Al 26 de diciembre el BCCR ha restituido *USD 938 millones* (*USD 705 millones* de lo vendido en el 2022 y *USD 233 millones* de las ventas realizadas antes del 2022).

El esfuerzo comprador de divisas del BCCR se manifiesta en la evolución de las RIN que, además, incorporan el efecto del ingreso reciente de los recursos de los créditos de la Agencia Francesa de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional al Gobierno Central. Al 23 de diciembre, el saldo de RIN ascendió a *USD 8.594 millones* (12,6% del PIB), superior en *USD 1.676 millones* al registrado al finalizar el 2021.

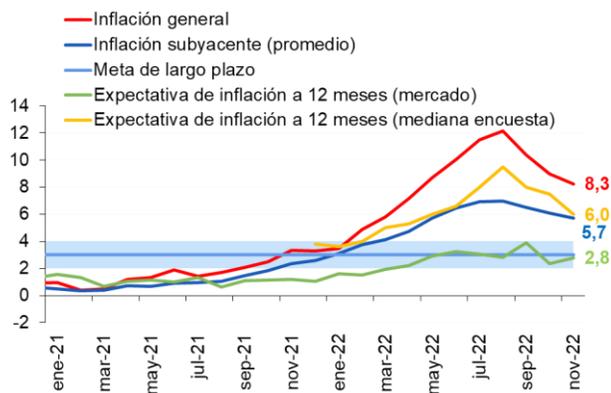
Ante dicho exceso de divisas, a pesar de la alta demanda ejercida por el BCCR, la reacción del mercado ha sido a inducir a una reducción en el precio del dólar estadounidense, como era de esperar en un mercado dominado por las fuerzas de la oferta y la demanda.

El tipo de cambio promedio en Monex alcanzó  $\text{¢}584,87$  el pasado 26 de diciembre, lo que llevó a una variación interanual de  $-8,8\%$  y acumulada de  $-8,9\%$ .

Ahora bien, es preciso recordar, que el 26 de enero del 2023<sup>8</sup>, el Gobierno de Costa Rica cancelará alrededor de  $\text{USD } 1.100,0$  millones, lo cual implicará una caída en el nivel de RIN por aproximadamente ese monto.

8. **La inflación se desacelera.** En noviembre, el IPC registró una variación mensual de  $0,14\%$ , que ubicó la variación interanual del indicador en  $8,3\%$  y el promedio de los indicadores de inflación subyacente en  $5,7\%$  ( $6,1\%$  el mes anterior). Ello da continuidad al proceso de desaceleración que inició en setiembre pasado. Si bien de setiembre a la fecha los distintos indicadores de inflación (y sus expectativas) muestran una tendencia decreciente, el nivel de la inflación (medida por el IPC) se encuentra muy lejos de la meta inflacionaria de mediano y largo plazo ( $3,0\%$  anual).

**Gráfico 7. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas<sup>1</sup>**  
Variación interanual en porcentajes



<sup>1</sup>Inflación subyacente corresponde al promedio simple de la variación interanual de los indicadores de 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: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

En noviembre, la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios, registró nuevamente una reducción en las expectativas de inflación. La mediana de las expectativas a 12 meses fue de  $6,0\%$  ( $7,5\%$  en octubre) y  $4,0\%$  a 24 meses ( $5,4\%$  en octubre). Desde el punto de vista de la política monetaria, es necesario

que las expectativas retornen a la meta de inflación para evitar que estas impacten la dinámica futura de los salarios y de determinación de otros precios.

También destaca en esta ocasión la desaceleración en el crecimiento de los precios al productor. En efecto, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) creció  $9,8\%$  (interanual) en noviembre, y ha presentado caídas mensuales por cuatro meses consecutivos. En este comportamiento ha influido la reducción en el precio de las materias primas importadas, la mejora en las cadenas globales de suministro y la disminución del tipo de cambio en lo que transcurre de la segunda parte del año en curso.

El Banco Central, en sus comunicados de política monetaria ha indicado que da un seguimiento permanente a la inflación y sus determinantes, de modo que un enfoque prospectivo apoyado por la evidencia cuantitativa, valora continuamente su postura de política monetaria.