

## Informe Mensual de Riesgos Marzo. 2023 Asesor Externo: Pedro Aguilar M

El entorno económico continúa presentando una alta incertidumbre conforme evoluciona el control sobre la inflación y la creciente interrogante del momento en que los Bancos Centrales comenzarán a ceder en las tasas de interés. 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:

### A. Economía internacional

1. **El crecimiento económico en las principales economías se moderó en el cuarto trimestre del 2022; sin embargo, en enero los indicadores adelantados señalan una mejora.** En Estados Unidos<sup>2</sup> y la zona del euro, la desaceleración estuvo influida por un entorno de alta inflación y de endurecimiento de su política monetaria y, particularmente la zona del euro reflejó, además, los efectos del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Por su parte, el resultado para la economía china puso de manifiesto los efectos de la política sanitaria cero-COVID y de la crisis inmobiliaria, industria que representa aproximadamente una cuarta parte de la producción de ese país<sup>3</sup> (Gráfico 1).

**Gráfico 1. PIB e índices de gerentes de compras en economías avanzadas**

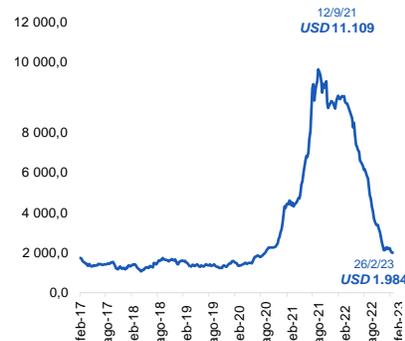


Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg y OCDE.

2. **El precio de las materias primas (incluido el costo del transporte) mostró una relativa estabilidad, luego de la caída que experimentó en el segundo semestre del 2022.** En enero, por un lado, el índice de precios de materias primas importadas mostró una caída interanual de 10,5% (-10,6% en diciembre), aunque continúa por encima del nivel registrado previo a la pandemia. Uno de los componentes de este índice de mayor incidencia es el precio del barril de petróleo WTI<sup>4</sup>, que en lo que transcurre de febrero (al 27) disminuyó 2,3% con respecto a la cotización media de enero.

Por otro, el precio de transporte de contenedores disminuyó 82% entre setiembre del 2021 (cuando alcanzó el valor máximo) y el 26 febrero del 2023 (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Costo del transporte de contenedores<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Precios diarios de envío de un contenedor de 40 pies en 12 rutas comerciales globales <https://fbx.freightos.com>.

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

<sup>2</sup> En términos interanuales, el crecimiento pasó de 1,9% en el tercer trimestre a 1,0% en el trimestre siguiente.

<sup>3</sup> Entre otras consideraciones, ello influyó para que las autoridades chinas anunciaran un relajamiento de las restricciones sanitarias a finales del 2022.

<sup>4</sup> El West Texas Intermediate (WTI) es el petróleo crudo extraído en el Golfo de México y sirve como referencia para las transacciones financieras en la Bolsa Mercantil de New York (NYMEX, por sus siglas en inglés). El precio de esta materia prima presenta una tendencia a la baja en un contexto de mayores inventarios estadounidenses de crudo, así como el temor al efecto contractivo de la actividad económica mundial ante la perspectiva de incremento sostenidos y prolongados en las tasas de interés.

**3. La inflación, en general, sigue a la baja, aunque continúa elevada y por encima de los objetivos de**

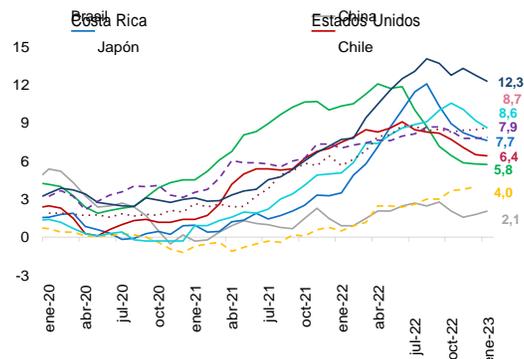
**los bancos centrales.** La inflación interanual en Estados Unidos registró un 6,4% en enero del 2023, nivel ligeramente inferior al del mes previo (6,5%)<sup>5</sup> y el menor desde octubre del 2021 (6,2%), según las cifras de la Oficina de Estadísticas Laborales.

En la zona del euro<sup>6</sup>, la inflación interanual fue 8,5% en enero, cifra inferior al 9,2% de diciembre pasado, resultado del menor incremento en los precios de la energía (17,2% en enero contra 25,5% en el mes previo).

En algunos países de América Latina se observó, en enero 2023, una contención en el ritmo de desaceleración de la inflación<sup>7</sup> (Gráfico 3).

**4. En ese contexto, el ritmo de ajuste en las tasas de interés de referencia ha sido distinto entre grupos de países; mientras en las economías avanzadas continuaron los aumentos, en las emergentes se ha pausado el ritmo de ajuste.** Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos incrementó la tasa de fondos federales en su reunión del 31 de enero - 1 de febrero pasado en 25 puntos base (p.b.) hasta un rango de 4,50% - 4,75% y anunció que dichas tasas permanecerán elevadas por un periodo prolongado. Este ajuste fue menor al aplicado en reuniones previas.

**Gráfico 3. Inflación en algunas economías**  
Variación interanual



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

El pasado 2 de febrero, el Banco Central Europeo, aumentó en 50 p.b. su tasa de referencia, hasta 3,0%, y anticipó un incremento adicional de 50 p.b. en su próxima reunión de marzo. El Banco de Inglaterra aplicó un ajuste de 50 p.b. hasta 4%.

En el caso de algunas economías latinoamericanas, estas han pausado o bien reducido el ritmo de incrementos en las tasas de política monetaria, para dar espacio a la transmisión de los incrementos al resto de las tasas de interés. Así, por ejemplo, en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, las tasas de interés se ubican en 13,75%, 11,25%, 12,75%, 11% y 7,75%<sup>8</sup>, respectivamente.

<sup>5</sup> En términos mensuales, la inflación fue de 0,5%, lo que representa una aceleración desde 0,1% en diciembre; cerca de la mitad de esa variación mensual fue explicada por el componente de vivienda.

<sup>6</sup> En las principales economías de la región, Alemania, España, Francia e Italia, la inflación fue de 9,2%, 5,8%, 7,0% y 10,9%, respectivamente.

<sup>7</sup> Por ejemplo, en Brasil pasó de 5,79% en diciembre a 5,77%; en México, de 7,82% a 7,91% y en Perú de 8,46% a 8,66%, aunque subió menos de lo esperado por las crecientes tensiones políticas

<sup>8</sup> En ese orden, el último ajuste fue aplicado el 3 de agosto del 2022, 12 de octubre del 2022, 27 de enero del 2023, 10 de febrero del 2023 y 12 de enero del 2023.

## B. Coyuntura nacional:

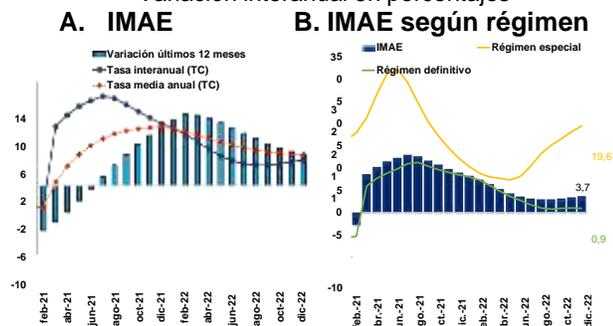
1. **La actividad económica repuntó hacia finales de año, impulsada por la producción de los regímenes especiales.** En diciembre, el índice mensual de actividad económica (IMAE) aumentó 3,7% en términos interanuales, lo que representa una desaceleración de 5,3 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al mismo mes del año anterior y una aceleración de 0,3 p.p. en relación con el mes previo. Con estos resultados, el crecimiento medio del IMAE en el 2022 se ubicó en 4,5% (Gráfico 4).

En particular, la producción de las empresas ubicadas en regímenes especiales aumentó 19,6% en términos interanuales, superó por séptimo mes consecutivo la tasa del mes previo y presentó un incremento medio de 12,0%. La manufactura de implementos médicos, junto con los servicios profesionales y de desarrollo informático, todos destinados principalmente al mercado externo, explican en gran medida este resultado.

Contrasta con la alta tasa de crecimiento de los regímenes especiales, el desempeño de la producción del régimen definitivo, que creció a una tasa inferior al 1%.

Cabe destacar que lo que se denomina “régimen definitivo” es un agregado de actividades con heterogeneidad de comportamientos. Por ejemplo, al interior de dicho régimen los servicios profesionales aumentaron 8,2% y los informáticos 9,5%, cuya contribución al agregado fue prácticamente compensada por la contracción en las actividades de manufactura, construcción, agropecuaria y los servicios de administración pública.

**Gráfico 4. Índice Mensual de Actividad Económica**  
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. **El mercado laboral mostró una modesta mejoría en el 2022.** En el trimestre móvil finalizado en diciembre, la tasa de desempleo alcanzó 11,7%<sup>9</sup>, 2,0 p.p. menos que lo registrado un año atrás, en tanto que la tasa de subempleo fue de 9,7%, 3,4 p.p. menor al valor registrado al término del año anterior.

En el 2022 se crearon poco más de 69 mil empleos; no obstante, la cantidad de ocupados aún es inferior en 2,5% a la registrada en febrero del 2020, previo al inicio de la pandemia. En términos de la tasa de ocupación, esta aumentó 1,0 p.p. con respecto a diciembre del 2021, para ubicarse en 52,8%, mientras que la tasa de participación no registró cambios significativos (se ubica en torno al 60%).

Por otra parte, los salarios nominales a diciembre cayeron 0,5%, y en términos reales acumulan ocho meses consecutivos de caídas (con una tasa media interanual de -7%).

3. **Las exportaciones del régimen especial siguen dinámicas, mientras que las del régimen definitivo se desaceleran.** En enero del 2023 el déficit comercial de bienes fue de USD 615,2 millones, equivalente a 0,8% del PIB (-0,9% en el 2022). Esta relativa mejora está vinculada con el incremento de 13,6% en las ventas externas y de 10,8% en las compras externas, estas últimas influenciadas por la moderación en el precio de las materias primas en la segunda parte del 2022.

El dinamismo de las exportaciones es explicado principalmente por las ventas del régimen especial, las cuales aumentaron 26,3%, en tanto que las del régimen definitivo disminuyeron 3,9%, resultado de la menor demanda por productos agrícolas y de la contracción en las ventas de llantas, materiales reciclados de hierro y níquel, entre otros

Las importaciones fueron impulsadas por las compras de empresas del régimen especial, principalmente de materias primas vinculadas con la industria química y farmacéutica, así como maquinaria para la industria eléctrica y de comunicación. En contraste, las compras del régimen definitivo aumentaron 2,7%, en buena medida por la factura petrolera<sup>10</sup> y las compras de vehículos y equipo de transporte.

<sup>9</sup> Fue 11,8% en el trimestre que terminó en enero del 2023

<sup>10</sup> La factura petrolera ascendió a USD 202,2 millones (aumento interanual de 23,6%). Dicho registro combinó el incremento de 16% en

el precio medio de la mezcla de hidrocarburos y de 6,6% en la cantidad de barriles.

4. **En el 2023 continúa la mejora en de las finanzas públicas.** El Gobierno Central registró un superávit primario del 0,2% del PIB, y un déficit financiero de 0,2% del PIB (0,1% y -0,3% en enero del 2022, en ese orden).

Dichos resultados obedecen al buen desempeño de los ingresos totales<sup>11</sup> (variación interanual de 10,6%)

y a las acciones para contener el crecimiento del gasto.

El gasto total creció 3,5% en términos interanuales, pero al excluir el pago de intereses se registra una contracción de 0,7%, toda vez que la partida de intereses creció 18,2% (equivalente a un 0,4% del PIB del 2023<sup>12</sup>, el más alto en los últimos 18 años).

En este contexto, el saldo de la deuda del Gobierno Central a enero del 2023 se ubicó en 58,5% del PIB anual del 2023.

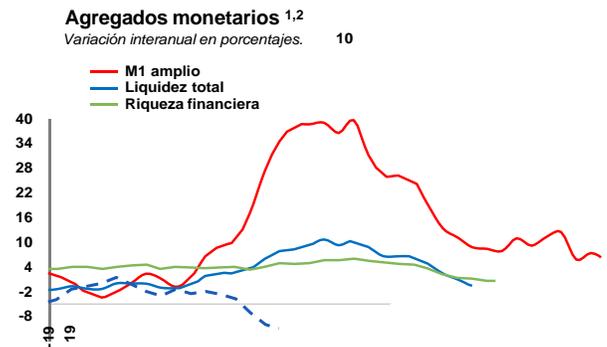
En términos del PIB ese valor significó 5,2 p.p. menos que lo registrado a finales del 2022. Esta reducción, desde el punto de vista aritmético combina el efecto de la reducción del numerador por del pago del título de deuda externa (*USD* 1.000 millones), un menor tipo de cambio al que se valora la deuda en moneda extranjera y el efecto de utilizar como denominador el PIB (nominal) anual del 2023<sup>13</sup>, cuyo valor es superior al PIB nominal del 2022.

5. **La transmisión de los cambios en la Tasa de Política Monetaria (TPM) está cerca de completarse.** Entre el 15 de diciembre del 2021 y el 23 de febrero del presente año, la TPM aumentó 825 p.b. (para ubicarse en 9,0%). En ese periodo, la tasa de interés pasiva negociada en colones, la Tasa Básica Pasiva y la tasa de interés activa negociada en colones aumentaron 610, 389 y 494 p.b. A la última fecha el premio por ahorrar en colones continuó con valores positivos (entre 527 y 586 p.b., según el plazo de captación).
6. **Los agregados monetarios no ejercen presiones inflacionarias futuras, el crédito al sector privado en colones se modera y en moneda extranjera se recupera.** A febrero del 2023 (información preliminar), la liquidez y la riqueza financiera total mostraron tasas menores a 5,0%<sup>14</sup>, contrario al medio circulante amplio que se contrajo 3,5%,

comportamiento último que es consecuente con el incremento en las tasas de interés en colones. (Gráfico 5).

### Gráfico 5. Agregados monetarios y crédito al sector privado.

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado aumentó 5,3% en términos interanuales (3,0% en febrero del 2022) impulsado por las operaciones en colones, las cuales registraron una variación del 6,9%. El saldo de crédito en moneda extranjera subió 2,3%, con lo que acumula cinco meses consecutivos de crecimiento. Dado ese comportamiento, la participación relativa del crédito en moneda extranjera dentro del total mostró, en meses recientes, un leve repunte, para ubicarse en 34,0% en febrero del 2023 (33,5% en junio del 2022).

7. **En el 2023 el mercado privado de cambios continuó superavitario, abundancia que ha inducido la apreciación del colón.** En las primeras 44 sesiones del 2023 (al 2 de marzo) el resultado neto en ventanillas fue superavitario en *USD* 1.043 millones, es decir, más del doble de lo registrado en igual cantidad de sesiones del año previo (*USD* 495,2 millones).

Como se ha mencionado en informes previos, se estima que esta mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario combina factores de oferta y de demanda, factores estructurales y coyunturales (incluida la estacionalidad) y factores de la economía real y financiera.

<sup>11</sup> Destacaron los rubros de impuesto sobre la renta y el impuesto al valor agregado.

<sup>12</sup> El 89,1% correspondió a intereses de la deuda interna y 10,9% a deuda externa.

<sup>13</sup> Al relacionar el saldo de deuda con el flujo anual de producción, es previsible que la razón presente valores más bajos en los primeros meses de cada año.

<sup>14</sup> Valor inferior al crecimiento real de la economía previsto para el 2023 y la meta de inflación, razón por la cual se estima que su evolución no incuba presiones inflacionarias.

Por ejemplo, desde el segundo semestre del 2022 a la fecha la economía costarricense ha experimentado, entre otros:

- i) La recuperación en la afluencia de turistas.
- ii) Flujos por nueva inversión directa, en parte motivada por el proceso de relocalización geográfica de empresas transnacionales.
- iii) La reversión parcial en los precios de las materias primas (incluidos los costos de transporte).
- iv) La restitución del premio por ahorrar en colones.
- v) La mejora en la percepción del riesgo y del blindaje financiero del país.
- vi) Una menor demanda por parte de las operadoras de fondos de pensión.

En este contexto de mayor disponibilidad de divisas, al 3 de marzo el BCCR ha comprado USD 1.282,5 millones<sup>15</sup>, lo cual ha permitido atender la demanda contemporánea de divisas del Sector Público no Bancario (SPNB) por USD 433,1 millones y restituir parcialmente las divisas vendidas en meses previos; lo pendiente de restituir se ubicó en USD 917,1 millones.

A esa fecha el tipo de cambio registró una caída acumulada de 6,7% y mayor volatilidad (desviación estándar de ±12,1 colones) en relación con igual período del año previo (aumento de 0,9% y una desviación ±4,0 colones).

El saldo de RIN al 1 de marzo se ubicó en USD 8.494,0 millones (10,9% del PIB), ligeramente inferior a lo registrado al finalizar el 2022 (USD 8.550 millones), aunque debe recordarse que en enero pasado el Gobierno de Costa Rica utilizó alrededor de USD 1.000 millones de sus depósitos en moneda extranjera en el BCCR para cancelar el bono de deuda externa.

**8. En enero del 2023 la inflación y las expectativas a 12 meses continuaron a la baja, aunque aún se ubican por encima de la meta.** En efecto, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, fue de 7,7% y el promedio de los indicadores de la subyacente se ubicó en 5,2% (7,9% y 5,4% respectivamente al término del 2022). A pesar de que ambos indicadores mantuvieron el

comportamiento decreciente observado desde el tercer cuatrimestre del 2022, estos aún exceden el límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta (3,0% ± 1 p.p.).

Las expectativas de inflación a 12 y 24 meses en enero también registraron un comportamiento a la baja. La mediana a 12 meses se ubicó en 5,5%, 0,3 p.p. menor al mes previo, mientras que a 24 meses se mantuvo por tercer mes consecutivo en 4,0%, es decir, en el límite superior del rango de tolerancia de la inflación con respecto a la meta del 3% interanual. (Gráfico 6).

Finalmente, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) continuó a la baja al registrar una variación interanual de 6,7% en el mes de enero del 2023 (8,1% en diciembre), de forma coherente con la disipación parcial de los efectos de los choques de origen externo sobre los precios de las materias primas y la disminución del tipo de cambio desde la segunda mitad del 2022.

**Gráfico 6. 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.

<sup>15</sup> Incluye la compra de USD 110,0 millones al Ministerio de Hacienda efectuada el 21 de febrero de 2023.