

Informe Mensual de Riesgos Abril. 2023

Asesor Externo: Pedro Aguilar M

Las preocupaciones en torno al tipo de cambio, con un Banco Central que ya realizó su primer movimiento a la baja en las tasas de interés y una continua mejora en las finanzas públicas aparecen como los elementos de mayor interés en el último mes. A continuación, se presentan los principales hechos descriptivos con relación a esta dinámica, según el último informe emitido por el Banco Central de Costa Rica. De la coyuntura macroeconómica destaca lo siguiente:

A. Economía internacional

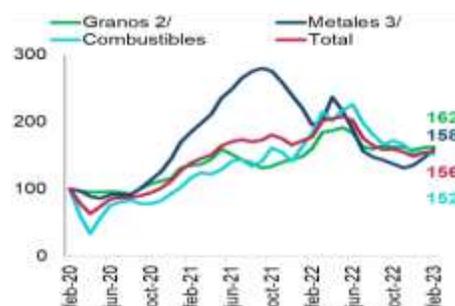
1. **La actividad económica mundial moderó su crecimiento en el cuarto trimestre del 2022**². De las principales economías destacan Estados Unidos y la zona del euro; en el primer caso, su tasa anualizada fue de 2,6% (tercera estimación), contra 3,2% en el trimestre previo y, en la zona del euro la tercera estimación de la Eurostat indica que el PIB habría crecido 1,8% interanual, frente al 2,4% del trimestre anterior, desaceleración influida por las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania.

La moderación también estuvo presente en algunas de las principales economías latinoamericanas, por ejemplo, Brasil, Colombia, México y Perú presentaron tasas interanuales de 1,9%, 2,9%, 3,7% y 1,7%, respectivamente, desde 3,6%, 7,8%, 4,4% y 2,0% en el tercer trimestre de ese año.

2. **Continúa la desaceleración de los precios internacionales de las materias primas y de los costos de transporte**. En febrero pasado, el índice de materias primas importadas de Costa Rica mostró una caída interanual de 12,1% (-10,5% en enero), aunque se mantuvo por encima del nivel previo a la pandemia (Gráfico 1). No obstante, uno de los componentes de este índice con mayor incidencia es el precio del barril de petróleo WTI³, que en marzo disminuyó 4,5% con respecto a la cotización media de febrero, en buena medida influida por la volatilidad generada

por las tensiones en algunos bancos estadounidenses y europeos⁴ y las respuestas de sus autoridades monetarias y supervisoras. Por su parte, el precio del transporte de contenedores continuó también a la baja; entre setiembre del 2021 (cuando alcanzó el valor máximo) y marzo del 2023 (al día 26) la caída acumulada fue de 87%⁵.

Gráfico 1. Índice de precios de materias primas importadas¹ Base febrero 2020=100



¹Las ponderaciones son datos anuales móviles, tal que el ponderador del producto i para el año t corresponde al peso relativo de ese producto en las importaciones del año $t-1$. ²Granos básicos: trigo, maíz, soya y arroz.

³Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.

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

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

² La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos en su informe de perspectivas económicas del 17 de marzo revisó al alza sus previsiones de crecimiento mundial para el 2023 y 2024 (2,6% y 2,9%, en su orden, superior en 0,4 y 0,3 p.p. con respecto a lo publicado en noviembre del año anterior), justificado en la reducción de la inflación en algunas de las principales economías y en la reapertura de la economía china; aunque advirtió sobre el riesgo que introducen las dificultades que enfrentan algunos bancos estadounidenses y europeos.

³ 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).

⁴ En marzo los mercados financieros experimentaron mayor tensión, primero ante la quiebra del Silicon Valley Bank y el Signature Bank en Estados Unidos, que llevó a una caída en el valor de las acciones de algunos bancos regionales y, luego por el incremento en el riesgo de impago del Credit Suisse en Europa, que terminó con la quiebra y posterior adquisición de esa entidad por parte del USB.

⁵ Precios diarios de envío de un contenedor de 40 pies en 12 rutas comerciales globales.

3. **La inflación presentó un comportamiento mixto enfebrero y se mantiene en niveles altos y por encima de la meta definida por sus autoridades monetarias** (Gráfico 2). En Estados Unidos la inflación interanual bajó de 6,4% en enero a 6,0% en febrero y el componente subyacente fue de 5,5%. En la zona del euro la inflación interanual alcanzó 8,5% (8,6% en enero pasado), desaceleración que evidenció el comportamiento del precio de la energía (pasó de 18,9% a 13,7%) y que en parte fue compensado por el componente de alimentos (15,0% contra 14,1% en enero)⁶.

Por otra parte, en algunos países de América Latina la inflación interanual se mantuvo o mostró una leve mejoría. Ejemplo de los primeros fue Colombia (13,3%) y Perú (8,7%), en tanto que en Chile y México bajó 4 y 3 décimas respectivamente, para ubicarse en 11,9% y 7,6%.

Gráfico 2. Inflación a febrero 2023 y meta



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

4. **La relativamente lenta reducción en la inflación ha llevado a los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas a continuar con el aumento en sus tasas de interés de referencia, aunque en algunos casos a un menor ritmo.** De las economías avanzadas destacan las decisiones adoptadas en marzo por el Banco Central Europeo, que aumentó su tasa de referencia en 50 p.b. (hasta 3,5%) y los aumentos de 25 p.b. aplicados por el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra. Estos entes prevén que la inflación continuará en niveles altos por un tiempo prolongado.

⁶ En algunas de sus principales economías la inflación aumentó levemente, por ejemplo, en Alemania, España y Francia alcanzó 9,3%,

6,0% y 7,3%, respectivamente (9,2%, 5,9% y 7,0% en enero pasado, en igual orden).

En contraste, algunas economías latinoamericanas han pausado o bien reducido el ritmo de incrementos en las tasas de interés de referencia, para dar margen a la transmisión de la tasa de política monetaria 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% (último aumento el 3 de agosto del 2022), 11,25% (12 de octubre del 2022), 13,00% (31 de marzo del 2023), 11,25% (31 de marzo del 2023) y 7,75% (12 de enero del 2023), respectivamente.

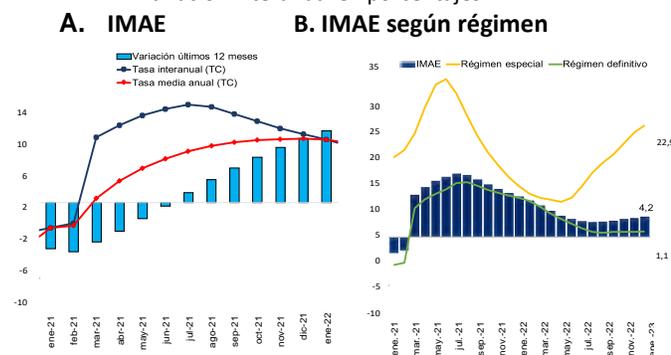
B. Entorno local:

1. **La actividad económica repuntó en enero, impulsada por la producción de los regímenes especiales.** El índice mensual de actividad económica (IMAE) aumentó 4,2% en términos interanuales, lo que representó una desaceleración de 4,1 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al mismomes del año anterior y una aceleración de 0,3 p.p. en relación con el mes previo. (Gráfico 3).

Por otra parte, la tasa de variación trimestral anualizada del IMAE ajustada por estacionalidad, que mide los cambios de trayectoria de la actividad económica en el corto plazo, alcanzó en enero 2023 un 7,0% y por segundo mes consecutivo muestra una aceleración mensual, lo cual es indicio de que el crecimiento de la economía costarricense tiende a acelerarse.

En particular, la producción de las empresas ubicadas en regímenes especiales aumentó 22,9% en términos interanuales, superó por octavo mes consecutivo la tasa del mes previo y presentó un incremento medio de 13,2%. 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. En contraste, la actividad productiva del régimen definitivo continúa con crecimientos en torno a 1% desde agosto del año anterior⁷

Gráfico 3. Índice Mensual de Actividad Económica
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. **El mercado laboral no muestra cambios significativos con la información a enero del 2023.** En el trimestre móvil finalizado en enero, la tasa de

desempleo alcanzó 11,8%, lo que denota un estancamiento en este indicador desde julio del 2022. En contraste, la tasa de subempleo se ubicó en 8,5% con lo que mantiene el comportamiento a la baja registrada en los meses previos.

Al mes de enero la tasa de ocupación fue de 52,2% (51,9% un año atrás), resultado que, si bien sugiere una mejora en términos de generación de empleo, es insuficiente para retornar a los niveles observados a principios del 2020. Por otra parte, la tasa neta de participación se ubicó en 59,1% y acumula cuatro meses consecutivos con disminuciones leves.

Por otra parte, los salarios nominales a enero cayeron 1,5% en términos interanuales y en términos reales acumulan nueve meses consecutivos de caídas en torno al 8%.

3. **Las exportaciones mantienen buen dinamismo, aunque continúa el comportamiento diferenciado entre regímenes.** En el primer bimestre del 2023, el déficit comercial de bienes fue de USD 884,4 millones, equivalente a 1,1% del PIB (-1,6% en el 2022). Esta relativa mejora está vinculada con el incremento de 18,6% en las ventas externas y de 6,8% en las compras externas, estas últimas influenciadas por la moderación en el precio de las materias primas a partir de la segunda parte del 2022.

En el resultado de las exportaciones destacó el comportamiento disímil según el régimen de comercio. Mientras las ventas del régimen especial aumentaron 31,3% (principalmente implementos

médicos), las ventas de las empresas del régimen definitivo crecieron 0,6%, toda vez que el efecto de las mayores exportaciones de café y piña fue parcialmente compensado por la contracción en las ventas de productos de manufactura y de banano.

Las importaciones fueron impulsadas por las compras de empresas del régimen especial (22,1%), principalmente de materias primas vinculadas con la industria química y farmacéutica, así como maquinaria para la industria eléctrica y de comunicación, mientras que las compras del régimen definitivo aumentaron

fue prácticamente compensada por la contracción en las actividades de manufactura, construcción, agropecuaria y los servicios de administración pública.

⁷ 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 7,9% y los informáticos 7,7%, cuya contribución al agregado

2,6% en buena medida por la factura petrolera y las compras de vehículos, insumos para la industria alimenticia y equipo de transporte.

4. **En febrero del 2023 continuó la mejora en las finanzas públicas.** El Gobierno Central registró un superávit primario de 0,3% del PIB, y un déficit financiero de 0,7% del PIB (0,1% y -1,0% en febrero del 2022, en ese orden).

Dichos resultados obedecen al buen desempeño de los ingresos totales (ingresos al valor agregado y renta, en particular) y a las acciones para contener el crecimiento del gasto⁸.

En este contexto, el saldo de la deuda del Gobierno Central a febrero del 2023 se ubicó en 59,0% del PIB anual del 2023⁹, 4,8 p.p. menos que lo registrado en diciembre del 2022.

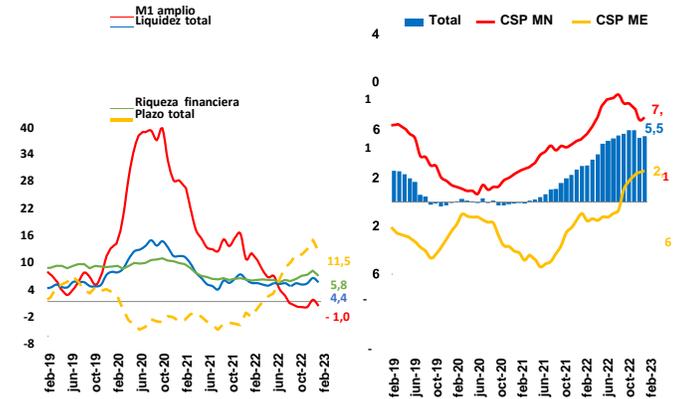
Lo anterior fue tomado en consideración en la reciente mejora de calificación por parte de las agencias calificadoras de riesgo¹⁰, en la reducción del EMBI y en la tasa de interés asignada en la colocación de títulos de deuda externa en el mercado internacional realizada por el Ministerio de Hacienda el pasado 27 de marzo.

5. **Los aumentos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han transmitido a las tasas del sistema financiero¹¹.** Entre el 15 de diciembre del 2021 y el 15 de marzo 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 613, 389 y 482 p.b. A esa fecha el premio por ahorrar en colones continuó con valores positivos (entre 506 y 534 p.b., según el plazo de captación) pero inferiores a los observados en diciembre pasado.
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 en torno a 5,0%¹², contrario al medio

circulante amplio que se contrajo 1,0%, comportamiento último que es consecuente con el incremento en las tasas de interés en colones. (Gráfico 4).

Gráfico 4. Agregados monetarios y crédito al sector privado.

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado aumentó 5,5% en términos interanuales (3,0% en febrero del 2022) impulsado por las operaciones en colones, las cuales registraron unavariación del 7,1%. El saldo de crédito en moneda extranjera subió 2,6%, 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. **La mayor abundancia relativa de divisas explica la apreciación del colón, pese a la activa participación del BCCR en el mercado cambiario.** En las primeras 66 sesiones del 2023 (al 3 de abril) el resultado neto en ventanillas fue superavitario en USD 1.920 millones, es decir, más del doble de lo registrado en igual cantidad de sesiones del año previo (USD 837,9 millones).

Al igual que en meses anteriores, la mayor disponibilidad de divisas ha sido resultado de una oferta promedio diaria que supera significativamente a la demanda (USD 121,8 millones y USD 92,7 millones respectivamente). Este comportamiento se explica por

⁸ El gasto total cayó en 2,2% en tasa interanual (-3,8% al excluir intereses).

⁹ Esta reducción, desde el punto de vista aritmético combina el efecto de la disminución en el numerador por el 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, cuyo valor es superior al PIB nominal del 2022.

¹⁰ Standard and Poor's subió la calificación de "B" a "B+", mientras que Fitch Ratings la pasó de "B" a "BB-".

¹¹ En la sesión 6111-2023 del 15 de marzo, la Junta Directiva redujo la TPM en 50 p.b., para ubicarla en 8,50% anual. Esta reducción y su efecto no se contempla en el presente comentario.

¹² 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 incubará presiones inflacionarias.

una mayor liquidación de divisas asociada, en buena medida, a operaciones vinculadas con el comercio de bienes y servicios. Además, este año ha habido una menor demanda por parte del Sector Público No Bancario (SPNB) y de Operadoras de Pensiones Complementarias.

En este contexto, al 3 de abril el BCCR había comprado USD 2.075,6 millones, lo cual permitió atender la demanda contemporánea de divisas del SPNB y restituir parcialmente lo vendido a esas entidades en periodos previos. Lo pendiente de restituir a esa fecha es de USD 329,0 millones.

A esa fecha el tipo de cambio registró una caída acumulada de 9,2% e interanual de 18,2%.

El saldo de RIN al 3 de abril se ubicó en USD 10.574 millones (13,6% del PIB), superior al registrado al término del 2022 (USD 8.550 millones); esta variación responde en parte a las compras realizadas en MONEX y al ingreso de los recursos provenientes de la reciente colocación del Ministerio de Hacienda en el mercado internacional.

8. **En febrero del 2023 la inflación y las expectativas a 12 meses continúan a la baja, aunque registran valores por encima del rango de tolerancia.** En efecto, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, fue de 5,6% y el promedio de los indicadores de la subyacente se ubicó en 4,8% (7,7% y 5,2% respectivamente el mes previo). 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.).

La disminución de las expectativas de inflación sugiere una reducción de las presiones inflacionarias en los próximos meses. En marzo, la mediana a 12 meses se ubicó en 4,9%, 0,1 p.p. menor al mes previo, mientras que a 24 meses se mantuvo por quinto mes consecutivo en 4,0%, es decir, en el límite superior del rango de tolerancia (Gráfico 5).

Finalmente, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) continuó a la baja al registrar una variación interanual de 4,2% en febrero (2,5 p.p. menos que en enero), de forma coherente con la disipación parcial del efecto de los choques de origen externo sobre los precios de las materias primas y la disminución del tipo de cambio observada desde la segunda mitad del 2022.

Gráfico 5. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas¹.
Variación interanual en porcentajes



¹Inflación 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.

ⁱ Tomado de <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/pol%C3%ADtica-monetaria-e-inflaci%C3%B3n/comentarios-de-la-econom%C3%ADa-nacional>