

El Banco Central ha consolidado los primeros movimientos a la baja en las tasas de interés, llevando la tasa de Política Monetaria de 9% a 7%, siendo considerados estos movimientos aún como insuficientes, en medio de una apreciación cambiaria estable y la incertidumbre de estos efectos combinados sobre la economía. 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 siguiente¹

Economía internacional

1. La actividad económica en las principales economías mostró señales de desaceleración en el primer trimestre del 2023. En dicho lapso el PIB de los Estados Unidos registró una tasa de variación interanual de 1,6% (0,9% el trimestre previo); no obstante, la variación trimestral anualizada pasó de 2,6% en el cuarto trimestre del 2022 a 1,3% en el trimestre siguiente. Esta ralentización se asocia, entre otros, al impacto de la política monetaria del Sistema de la Reserva Federal para controlar la inflación, con un aumento acumulado de 500 puntos base en la tasa de interés de referencia entre marzo del 2022 y mayo último.

Un comportamiento similar se observa en la zona del euro, cuya producción muestra una desaceleración desde el segundo trimestre del 2022 debido, principalmente, a la caída en la demanda interna, influida por la incertidumbre provocada por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y por los incrementos en la tasa de referencia del Banco Central Europeo. Particularmente, en el primer trimestre del presente año, el PIB creció 1,3% (1,8% en el anterior).

Una situación distinta ocurre en China, donde la economía pasó de crecer 2,9% interanual en el cuarto trimestre del 2022 a 4,5% en el siguiente, en parte debido al efecto asociado a la eliminación de la política cero COVID en enero pasado. Este resultado, si bien es favorable en comparación con otras economías, fue inferior a lo esperado por los analistas económicos.

2. Pese al menor crecimiento económico, el mercado laboral muestra bajas tasas de desempleo. En Estados Unidos aumentó la contratación en abril, principalmente para brindar servicios profesionales, asistencia sanitaria, ocio y hotelería. Lo anterior dio lugar a la creación de 253.000 plazas (88.000 más que en marzo), la disminución en la tasa de

desempleo (de 3,5% en marzo a 3,4%) y un aumento de 0,5% en el ingreso promedio por hora con respecto a marzo.

En la zona del euro, la tasa de desempleo pasó de 6,6% en febrero a 6,5% en marzo, lo cual significó una reducción de 121.000 en la cantidad de desempleados. En China, la tasa de desempleo pasó de 5,3% en marzo a 5,2% en abril.

3. La inflación aún supera la meta de los bancos centrales. En Estados Unidos, la inflación, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, fue de 4,9% en abril desde 5,0% el mes previo (Gráfico 1), resultado influido por la caída de 12,2% en el precio de la gasolina. Por su parte, en la zona del euro aumentó una décima hasta ubicarse en 7,0% en abril, principalmente debido a la variación en los precios de los alimentos (13,6%).

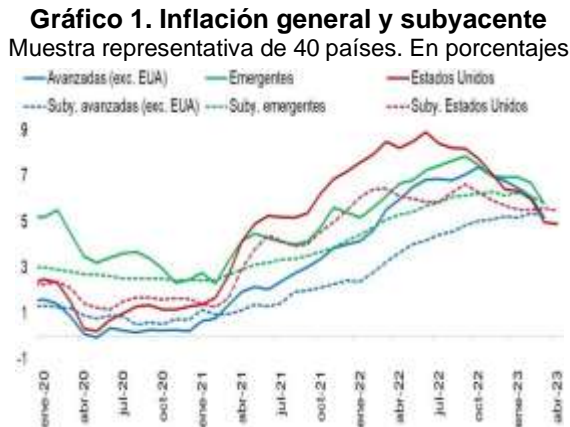
En algunas economías latinoamericanas, la inflación se desaceleró: en Chile, Colombia y Perú pasó de 11,1%, 13,3% y 8,4% en marzo a 9,9%, 12,8% y 8,0% en abril, respectivamente. No obstante, en otras, como Uruguay, aumentó (de 7,3% a 7,6% en los meses indicados).

La reducción en la inflación mundial ha estado influida por la moderación de los precios de las materias primas. En Costa Rica, la desaceleración en el precio internacional de las materias primas se ha manifestado en un comportamiento descendente del índice de materias primas importadas desde agosto del año anterior. En abril pasado ese índice mostró una variación interanual de -18,5% (-21,5% en marzo), aunque su nivel continuó por encima del registrado previo a la pandemia.

Uno de los componentes de este índice con mayor incidencia es el precio del barril de petróleo West

Texas Intermediate (WTI)², que en mayo (al día 19) disminuyó 9,9% con respecto a la cotización media de abril, en buena medida como reacción a la potencial menor demanda de China y a la posibilidad de una recesión en Estados Unidos³.

Pese a la reducción en la inflación, los indicadores de inflación subyacente muestran mayor persistencia.



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Banco de la Reserva Federal de Dallas.

4. Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas continuaron con aumentos en las tasas de interés de referencia, aunque en algunos casos a un menor ritmo. El Sistema de la Reserva Federal, aumentó en 25 p.b. su tasa de referencia a inicios de mayo, hasta ubicarla en un rango entre 5,0% y 5,25%, esto con el propósito de controlar la inflación y acercarla al objetivo de 2,0%. Este incremento se realizó luego de un análisis del efecto acumulado de los ajustes de la política monetaria aplicados desde marzo del 2022 y su impacto sobre la inflación, la actividad económica y los mercados financieros.

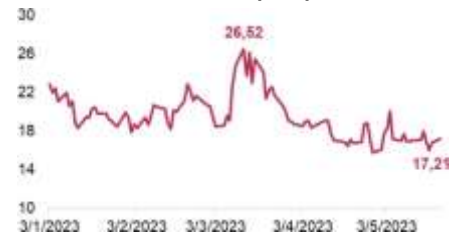
El BCE, en su reunión del 4 de mayo, incrementó en 25 p.b. su tasa de referencia hasta 3,75%. Esta decisión estuvo sustentada en las perspectivas de inflación, principalmente de la subyacente, y la transmisión de los anteriores ajustes en las tasas de interés.

Las economías latinoamericanas (con algunas excepciones como Colombia) han pausado o bien reducido el ritmo de incrementos en las tasas de referencia para dar margen a la transmisión de la política monetaria. Así, por ejemplo, Brasil, Perú y Uruguay mantuvieron la tasa de política monetaria (en 13,75% el 3 de mayo, 7,75% el 13 de abril y 11,25% el 16 de mayo, en su orden) en tanto que Colombia la aumentó en 25 p.b. el 28 de abril (hasta 13,25%) y unos pocos iniciaron la reducción, entre ellos, Costa Rica que acumula dos reducciones por un total de 150 p.b. (hasta 7,50%) en sus reuniones del 15 de marzo y 20 de abril.

5. Los mercados financieros muestran estabilidad, pese a las tensiones bancarias en Estados Unidos y en algunos países europeos y la crisis de deuda en Estados Unidos. El índice de volatilidad en los mercados financieros se ubicó en torno a 26 puntos durante el periodo de tensión bancaria (incluido el evento que llevó a la compra del First Republic por parte del banco JP Morgan Chase); no obstante, en fechas recientes el indicador señala una relativa estabilidad (Gráfico 2).

Por otra parte, los índices accionarios Dow Jones y S&P retornaron a los niveles previos al episodio de tensión financiera e incluso, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años ha estado en torno a 3,4% (4,1% el pasado 1 de marzo, máximo en lo que transcurre del año)⁴.

Gráfico 2. Índice de volatilidad en los mercados financieros (VIX)



Coyuntura nacional:

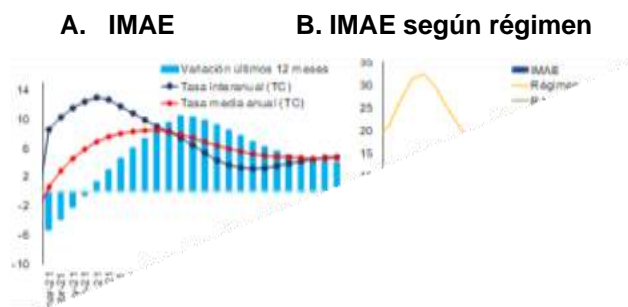
6. La actividad económica continúa dinámica, impulsada por la producción de las empresas adscritas al régimen especial, mientras que el régimen definitivo muestra un comportamiento heterogéneo entre industrias.

El índice mensual de actividad económica (IMAE) aumentó 4,8% en términos interanuales en marzo del 2023, lo que representó una desaceleración de 1,7 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al mismo mes del año anterior y una aceleración de 0,1 p.p. en relación con el mes previo (Gráfico 3). Con esto, se registran siete meses consecutivos de aceleración en la tasa interanual de este indicador

La tasa de variación trimestral anualizada del IMAE ajustada por estacionalidad, indicador que mide los cambios de trayectoria de la actividad económica en el corto plazo, se ubicó también en 4,8%. Esta tasa es inferior a la registrada en los tres meses previos, lo cual es resultado de la moderación en el ritmo de crecimiento en los regímenes especiales.

La producción de las empresas ubicadas en esos regímenes aumentó 21,1% en términos interanuales, impulsada por la producción de implementos médicos, los servicios profesionales y servicios de desarrollo informático, principalmente hacia mercados externos.

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el caso de la producción del régimen definitivo, el crecimiento interanual fue de 1,8%, con un comportamiento disímil entre industrias. Destacó la actividad de las agencias de viajes, servicios de publicidad, contabilidad y los servicios informáticos del

grupo de servicios profesionales, así como el dinamismo de hoteles y restaurantes, dada la recuperación del turismo receptor. Estos efectos fueron parcialmente compensados por el recorte en la producción de las actividades de manufactura y de la construcción.

7. La tasa de desempleo decrece, pero continúa alta.

En el trimestre móvil finalizado en marzo, la tasa de desempleo fue de 10,6%, la menor registrada desde setiembre del 2018, y que equivale a una reducción interanual de 3,0 p.p. y de 1,1 p.p. con respecto al valor registrado en diciembre del 2022. Por su parte, la tasa de subempleo fue de 7,0%, inferior en 4,4 p.p. y 2,6 p.p., en ese orden, con respecto a lo observado en igual lapso de un año atrás y finales del 2022.

Desde octubre pasado la reducción en la tasa de desempleo obedece, en buena medida, a una menor participación laboral, por cuanto la ocupación cae. En particular, en marzo la tasa neta de participación fue de 56,8% (60,3% en promedio en el 2022).

Por otra parte, los salarios nominales muestran una leve mejora en términos interanuales (0,5%) y una menor caída en términos reales (-3,7%); esto asociado a las menores tasas de inflación y la recuperación de la actividad económica.

8. Las exportaciones continúan dinámicas y con un comportamiento diferenciado entre regímenes.

En el primer cuatrimestre del 2023, el déficit comercial de bienes fue de USD 1.738,3 millones, equivalente a 2,0% del PIB (2,4% en igual lapso del 2022). Esta relativa mejora es consecuente con el incremento de 14,1% en las ventas externas y de 11,8% en las compras externas, estas últimas ponen de manifiesto la moderación en el precio de las materias primas y un eventual efecto base por las afectaciones de los ataques cibernéticos⁵.

En las exportaciones destacó el comportamiento heterogéneo según el régimen de comercio. Las ventas del régimen especial aumentaron 25,0% (principalmente implementos médicos), mientras que las de las empresas del régimen definitivo disminuyeron 1,2% debido a una menor demanda

externa y a la reducción de la oferta exportable de algunos productos.

Las importaciones fueron impulsadas por las compras de empresas del régimen especial (20,4%), principalmente de materias primas vinculadas con la industria química, farmacéutica y alimenticia, así como maquinaria para la industria eléctrica y de comunicación, mientras que las compras del régimen definitivo aumentaron 9,4%, en buena medida por la factura petrolera y las compras de vehículos, insumos para la industria alimenticia y equipo de transporte.

- 9. Se mantiene la mejora en las finanzas públicas.** En el primer cuatrimestre del 2023 el Gobierno Central registró un superávit primario de 1,0% del PIB y un déficit financiero de 0,7% del PIB (0,9% y -0,8% en igual lapso del 2022, en ese orden).

Esta mejora se sustenta en la continuidad del buen desempeño de los ingresos totales (impuesto sobre la renta y al valor agregado, por ejemplo) y las medidas de contención del gasto público.

Tanto el gasto total como el gasto que excluye el pago de intereses disminuyó en dos décimas del PIB con respecto a igual lapso del 2022, toda vez que la partida de intereses se mantuvo en 1,7% del PIB.

Con estos resultados, el saldo de la deuda del Gobierno Central al mes de abril del 2023 ascendió a 60,9% del PIB anual del 2023, 2,9 p.p. menos que lo registrado en diciembre del 2022.

Los resultados fiscales y la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones le permitieron colocar deuda interna a tasas ligeramente inferiores a las registradas en diciembre del 2022 y, además, emitir en los mercados internacionales USD 1.500 millones⁶ el pasado 27 de marzo, como parte del programa de emisiones autorizado mediante la Ley 10.332, por USD 5.000 millones.

- 5. Las tasas de interés han reaccionado ante las reducciones en la Tasa de Política Monetaria (TPM)**⁷. Después de un proceso de aumentos en la TPM, que la ubicó en 9,0% anual desde octubre del 2022, el Banco Central disminuyó la TPM en 50 p.b.

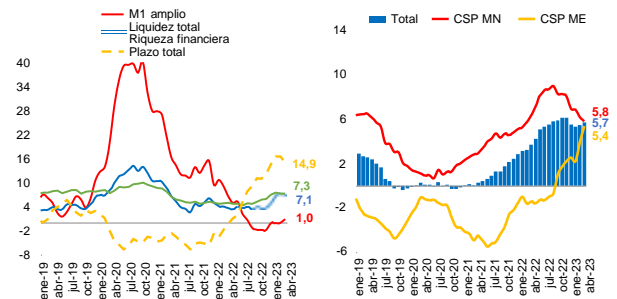
el 15 de marzo y en 100 p.b. el 20 de abril, para una reducción acumulada de 150 p.b.

Consecuente con esa disminución, desde el 15 de marzo hasta el 25 de mayo del año en curso se observan reducciones en las tasas de interés en colones; la tasa de interés pasiva negociada en colones, la tasa básica pasiva y la tasa de interés activa negociada en colones disminuyeron 170, 18 y 78 p.b. en ese periodo. Esta caída en las tasas en colones junto con el aumento en las tasas de interés en dólares llevó a una disminución en el premio por ahorrar en colones, el cual se ubicó entre 275 y 294 p.b. al término de abril, niveles inferiores a los observados en los meses previos.

- 6. Se estima que el comportamiento actual de los agregados monetarios no ejercerá presiones inflacionarias futuras. Por otra parte, el crédito al sector privado continúa al alza.** En abril del 2023 (información preliminar), la liquidez y la riqueza financiera total mostraron tasas de crecimiento en torno a 7,0%⁸, mientras que el medio circulante amplio apenas aumentó 1,0%, comportamiento, observado desde meses atrás y que es consecuente con el incremento en las tasas de interés en colones que llevó a los agentes económicos a trasladar parte de sus ahorros desde instrumentos financieros altamente líquidos hacia opciones a plazo (Gráfico 4).

Gráfico 4. Agregados monetarios y crédito al sector privado.

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En abril el crédito al sector privado aumentó 5,7% en términos interanuales (3,7% un año atrás) impulsado tanto por las operaciones en colones como en

moneda extranjera. Las primeras, si bien se han desacelerado, registraron en dicho mes una variación de 5,8%, en tanto que las segundas aumentaron 5,4%, con lo cual acumuló siete meses consecutivos de aceleración. Dado ese comportamiento, la participación relativa del crédito en moneda extranjera dentro del total mostró en meses recientes un leve repunte, para ubicarse en 32,0% en abril del 2023 (31,6% en diciembre del 2022). Cabe destacar que la mayor parte del nuevo crédito en dólares, desde octubre de 2022, ha sido canalizado a deudores con cobertura al riesgo cambiario.

7. El BCCR inició la compra de divisas por operaciones propias tras completar la restitución de reservas por operaciones con el sector público no bancario (SPNB), en un mercado cambiario con mayor disponibilidad de divisas. En las primeras 95 sesiones del 2023 (al 18 de mayo) el resultado neto de operaciones cambiarias del público con los intermediarios cambiarios fue superavitario en USD 3.140 millones, cifra que más que duplica la registrada en igual cantidad de sesiones un año atrás (USD 1.182,5 millones). Adicionalmente, en dicho periodo los intermediarios cambiarios acumularon posición en moneda extranjera por USD 174,3 millones (un año atrás la redujeron en USD 5,0 millones).

Como se ha mencionado en informes previos, la mayor disponibilidad de divisas en el mercado obedece a un incremento en la oferta que superó el aumento en la demanda. Así la oferta promedio diaria alcanzó USD 124,6 millones al 18 de mayo (USD 94,9 millones en igual periodo del 2022) mientras que la cantidad demandada fue de USD 92,0 millones (USD 82,3 millones un año atrás). Este comportamiento estuvo determinado por una mayor liquidación de divisas, principalmente por operaciones vinculadas con el comercio de bienes y servicios.

En un contexto de mayor disponibilidad de divisas, al 19 de mayo el BCCR había adquirido en el Monex USD 3.226,6 millones, equivalente al 74,7% del monto negociado en este mercado. De ese monto, USD 226,8 millones corresponden a operaciones propias (iniciaron el pasado 5 de mayo) y el resto a operaciones para la gestión de divisas del SPNB. Con ese monto el BCCR logró atender el requerimiento contemporáneo del SPNB (USD 1.143,3 millones), restituir lo vendido en años previos (USD 1.656,5

millones lo pendiente de restituir al término del 2022) y acumular USD 200 millones para atender requerimientos futuros de estas entidades.

Al 19 de mayo el tipo de cambio registró una caída acumulada de 9,4% y una reducción interanual de 20,2%.

El saldo de RIN en igual fecha ascendió a USD 11.218,8 millones, USD 2.668,8 millones más que lo registrado al término del 2022; ese saldo equivale a 13,1% del PIB y a 127,8% del nivel considerado como adecuado según la metodología sugerida por el FMI⁹.

8. En abril del 2023 la inflación general y la subyacente ingresaron al rango de tolerancia definido para la inflación con respecto a la meta, no así las expectativas a 12 meses que registran valores ligeramente por encima de ese rango. La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, fue de 2,4% y el promedio de los indicadores de la subyacente alcanzó 3,4% (4,4% y 4,3%, en su orden, el mes previo). Así, luego de permanecer 14 meses por encima del rango de tolerancia, definido para la inflación con respecto a la meta (3,0% ± 1 p.p.), en abril ambos indicadores ingresaron a ese rango.

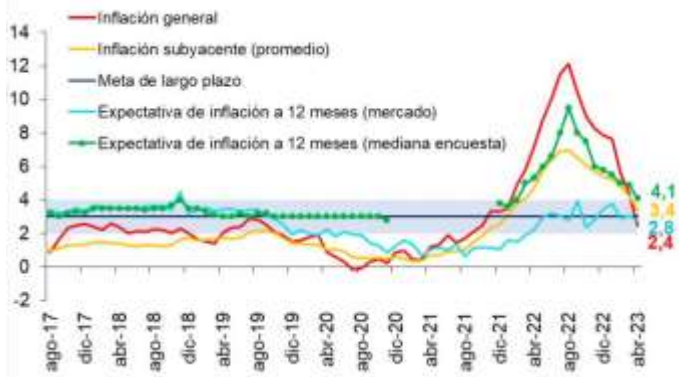
Contrario a lo observado en meses previos, la inflación general en abril estuvo determinada, en mayor medida, por la evolución de los precios de los servicios, toda vez que los precios de los bienes mostraron la moderación de los aumentos del precio de los alimentos y la caída en los precios de los combustibles.

La evolución de las expectativas de inflación sugiere una reducción de las presiones inflacionarias en los próximos meses. La mediana a 12 meses se ubicó en 4,1%, 0,8 p.p. menor que en el mes previo, mientras que a 24 meses se mantuvo por sexto mes consecutivo en el límite superior del rango de tolerancia con respecto a la meta (4,0%) (Gráfico 5).

Finalmente, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) continuó a la baja al registrar una variación interanual de -0,6% en abril (2,0% el mes previo), 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 5. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas¹.
Variación interanual en porcentajes



ⁱ Tomado de <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPolíticaMonetariaInflación/Comentario-sobre-la-economía-nacional-5-2023.pdf>