

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 tomado de <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/Comentario-sobre-la-economia-nacional-6-2023.pdf>. De la coyuntura macroeconómica destaca lo siguiente.

Economía internacional

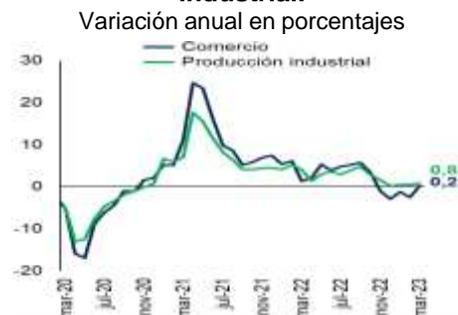
1. **Los organismos internacionales prevén una desaceleración en el crecimiento mundial para el 2023 y una ligera mejora en el 2024, en un contexto de riesgos inclinados a la baja.** El Banco Mundial, en su informe “*Perspectivas económicas mundiales*” de junio del 2023, revisó sus proyecciones de crecimiento mundial para 2023 y 2024 y las ubicó en 2,1% y 2,4%, respectivamente (3,1% en el 2022). Este menor crecimiento durante el presente año respondería, en buena medida, a los efectos de la elevada inflación, políticas monetarias restrictivas y condiciones crediticias limitadas.

El informe de perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de junio del 2023, también contempló una desaceleración económica mundial, desde 3,3% en el 2022 a 2,7% en el 2023² y 2,9% en el 2024. Según la OCDE, la economía mundial muestra signos de mejora, pero la recuperación es débil, en un contexto de riesgos a la baja, en particular, debido a la persistencia de alta inflación subyacente y al impacto de tasas de interés más altas.

2. **Indicios de mejora en el comercio y la producción industrial, así como en los indicadores de confianza³.** Si bien las presiones en las cadenas globales de suministro se han reducido a los niveles previos a la pandemia, el comercio mundial y la producción industrial muestran bajas tasas de crecimiento, en parte por el aumento en las medidas comerciales proteccionistas y por un menor consumo global⁴. Ambos indicadores de actividad han desacelerado desde setiembre pasado, con crecimientos interanuales en marzo de 0,2% y 0,8%, en ese orden, desde 5,7% y 4,8% en setiembre del

2022, aunque recientemente muestran señales de mejora (Gráfico 1).

Gráfico 1. Comercio mundial y producción industrial.



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB).

En particular, el Índice de Gerentes de Compras⁵ de Estados Unidos y China registró en mayo niveles de 54,3 y 55,6 (desde 53,4 y 53,6 en abril), en su orden, pero disminuyó en la zona del euro, de 54,1 en abril a 52,8 en mayo, aunque continúa en la zona de expansión (Gráfico 2).

Gráfico 2. Índice de gerentes de compras En puntos



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 Destacó que, salvo el periodo de pandemia por el COVID-19 (2020), la tasa prevista para el 2023 es la más baja desde la crisis financiera global.

³ El índice de confianza de los consumidores para los países miembros de la OCDE repunta desde octubre del 2022, para ubicarse en 98,2 en mayo, en tanto que el de empresarios está en 99,5, aunque en ambos casos se sitúan en valores pesimistas (valores inferiores a 100 se asocian con pesimismo).

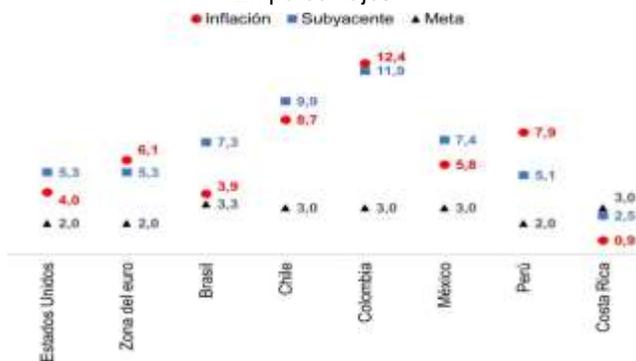
⁴ Banco Mundial, informe “*Perspectivas económicas mundiales*” de junio del 2023, página 8.

⁵ Este indicador de percepción se basa en una encuesta mensual a gestores de compras. Por encima de 50 indica expansión y por debajo, contracción.

3. Inflación global a la baja, pero aún es elevada. Como se observa en el Gráfico 3, en Estados Unidos la inflación, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, fue de 4,0% en mayo (4,9% el mes previo), resultado influido por la caída de 19,7% en el precio de la gasolina. En la zona del euro este indicador bajó nueve décimas hasta ubicarse en 6,1% en mayo, principalmente debido al componente de alimentos, cuya variación fue 12,5%, un punto porcentual menos que en abril.

En Latinoamérica la inflación también desaceleró en algunas economías: por ejemplo, en Brasil, Chile, México, Perú y Uruguay pasó de 4,2%, 9,9%, 6,3%, 8,0% y 7,6% en abril a 3,9%, 8,7%, 5,8%, 7,9% y 7,1% en mayo, respectivamente.

Gráfico 3. Inflación general y subyacente a mayo-2023 y meta
En porcentajes



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

En buena medida las menores presiones inflacionarias han estado influidas por los precios de las materias primas. Particularmente, 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 mayo pasado la variación interanual de ese índice fue -25,6% (-18,5% en abril)⁶.

4. La política monetaria es restrictiva ante la persistencia de presiones inflacionarias. El Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo el rango de tasas de interés en [5%, 5,25%] en la reunión de política monetaria del 13-14 de junio;

no obstante, señaló que, para controlar la inflación, probablemente en las próximas reuniones reanudaría los incrementos en esa tasa.

Por su parte, el Banco Central Europeo en la reunión del 15 de junio aumentó su tasa de referencia en 25 p.b., hasta 4%, y revisó en una décima al alza las proyecciones de inflación para el 2023 y 2024 (hasta 5,4% y 3,0%) con respecto a lo previsto en marzo pasado.

En Latinoamérica, algunas economías mantuvieron la tasa de política monetaria en su más reciente reunión (Brasil en 13,75% el 21 de junio, Chile en 11,25% el 19 de junio, Colombia en 13,25% el 30 de junio y Perú en 7,75% el 8 de junio), en tanto que unos pocos iniciaron la reducción, como es el caso de Uruguay (acumula dos reducciones, la última de 50 p.b. el 6 de julio, para ubicarla en 10,75%), República Dominicana (acumula dos reducciones, la última de 25 p.b. el 29 de junio, para ubicarla en 7,75%) y Costa Rica que acumula tres reducciones para un total de 200 p.b. (hasta 7,00%) aplicadas entre marzo y junio.

5. Los mercados financieros internacionales muestran una relativa estabilidad. En este contexto, el índice VIX de volatilidad en los mercados financieros se ubicó en 14,7 puntos el 13 de junio⁷ y los índices accionarios, como el Dow Jones y S&P retornaron a los niveles previos al episodio de tensión financiera. Adicionalmente, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años presentó niveles en torno a 3,7% el 15 de junio, por debajo de 4,1% registrado el 1 de marzo del presente año (nivel máximo en lo que transcurre del año).

⁶ Uno de los componentes de este índice con mayor incidencia es el precio del barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI), que en las dos primeras semanas de junio disminuyó 1,1% con respecto a la cotización media de mayo, a pesar de que la OPEP+ (OPEP más 10 países productores liderados por Rusia) a inicios de junio extendió el recorte en la producción aplicado en el 2023 (3,6 millones de barriles al día) al 2024.

⁷ Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad e inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

Coyuntura nacional:

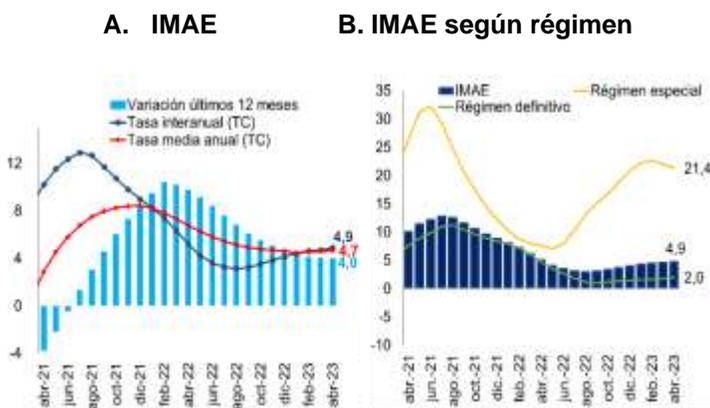
6. El crecimiento de la actividad económica mantiene su tendencia al alza.

El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) aumentó 4,9% en términos interanuales en abril del 2023, lo que representó una desaceleración de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al mismo mes del año anterior y una aceleración de 0,2 p.p. en relación con el mes previo; con ello se registran ocho meses consecutivos de aceleración mensual en la tasa interanual del indicador (Gráfico 4).

La producción del régimen especial continúa con tasas de crecimiento de dos dígitos, a pesar de que desacelera.

La producción del régimen definitivo crece a una tasa de 2,0%, con lo que se mantiene una leve aceleración desde octubre de 2022. Los resultados son heterogéneos entre industrias.

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crecimiento de la producción en abril estuvo influido por el buen desempeño de los regímenes especiales (tasa interanual de 21,4%), particularmente de la industria de implementos médicos, los servicios profesionales y los de desarrollo informático. No obstante, por segundo mes consecutivo se registra una desaceleración en el ritmo de crecimiento de este conjunto de empresas, y que responde a la moderación en la producción de algunos servicios.

En abril destacó el aporte positivo de la construcción (después de doce meses consecutivos de caídas, creció 3,8%), la actividad de las agencias de viajes, los servicios de publicidad y contabilidad 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 la contracción de la actividad manufacturera, así como de la administración pública.

La variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad, que mide los cambios de trayectoria de la actividad económica en el corto plazo, se ubicó en 4,4%, la más baja desde setiembre del 2022. Ello responde al comportamiento de la producción de los regímenes especiales comentado previamente y sugiere que el crecimiento extraordinario en el nivel de actividad de este conjunto de empresas tiende a moderarse.

7. La tasa de desempleo va a la baja, influida por una menor participación laboral.

En el trimestre móvil finalizado en mayo, la tasa de desempleo fue de 10,1%, 1,9 p.p. con respecto al valor de un año atrás. La tasa de subempleo también bajó, para ubicarse en 6,0%.

Un menor desempleo, el cual refleja que una mayor proporción de las personas que quisieran estar empleadas encuentran trabajo, ocurre en simultáneo con una menor participación laboral. En particular, en mayo la tasa neta de participación fue de 55,8%, 4,1 p.p. menos que el valor de mayo del 2022; ese comportamiento estuvo influido por el aumento en la cantidad de personas que decidieron salir de la fuerza de trabajo por motivos de edad avanzada y porque retomaron estudios. La conjunción de ambos movimientos resultó en una disminución en la ocupación, principalmente de trabajadores informales.

Finalmente, los salarios nominales al mes de mayo continuaron en recuperación e incluso en términos reales ya muestran una variación interanual positiva (luego de trece meses en valores negativos). Por sector institucional el resultado es heterogéneo: los salarios del sector público caen en términos nominales y reales, mientras que en el sector privado crecen tanto en términos nominales como reales.

8. Las exportaciones del régimen especial siguen dinámicas y las del régimen definitivo muestran una recuperación.

La balanza comercial de bienes acumuló a mayo una brecha negativa de USD 1.911

millones, equivalente a 2,2% del PIB (3,3% en el mismo lapso del 2022). Este resultado está vinculado con el aumento de 18,3% y 9,1% en las ventas y compras externas (9,6% y 26,2% en igual periodo del 2022, respectivamente). En las compras externas influyó la reducción en el precio de las materias primas observado desde el segundo semestre del 2022.

El comportamiento de las exportaciones continúa diferenciado entre regímenes: las del régimen especial subieron 30,5% interanualmente y las del definitivo 1,1%; no obstante, en este último destaca la recuperación en el bimestre abril-mayo (5,5% contra una reducción de 1,6% en el primer trimestre), determinada por el mejor desempeño de las exportaciones de piña y de productos manufacturados como agroquímicos, preparaciones para salsas e hilos conductores de cobre.

Por su parte, el incremento de las importaciones reflejó, principalmente, la compra de vehículos y productos alimenticios y de insumos para la industria alimenticia, química y farmacéutica. Por tipo de régimen destacó el sostenido impulso en las compras de empresas del régimen especial (23,5% en términos interanuales), lo que a su vez se relaciona con la evolución, antes comentada, de las exportaciones de este grupo de empresas.

- 9. Continúa la mejora en las finanzas públicas.** En mayo pasado el Gobierno Central presentó un resultado primario y financiero de 1,1% y -0,8% del PIB (relaciones similares a las observadas un año atrás). Este comportamiento combina el desempeño favorable en la recaudación tributaria (principalmente impuestos a la renta y al valor agregado) y las medidas de contención del gasto público; esos efectos fueron parcialmente compensados por el mayor pago de intereses.

Por su parte, el saldo de la deuda del Gobierno Central ascendió a 61,0% del PIB, razón inferior en 4,5 p.p. y 2,8 p.p. con respecto a lo registrado en mayo del 2022 y diciembre último, en ese orden.

La reducción en esta relación pone de manifiesto, por un lado, un saldo de deuda que crece a un menor ritmo, reflejo de una mejora en el desempeño fiscal, que aumentó la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones con menos endeudamiento⁸.

⁸ Lo mencionado permitió al Ministerio de Hacienda colocar deuda en condiciones más favorables. Por ejemplo, con respecto a diciembre último, la tasa de interés de títulos en colones a 5 años plazo bajó hasta 284 p.b. y hasta 100 p.b. en títulos en moneda extranjera a 7 años.

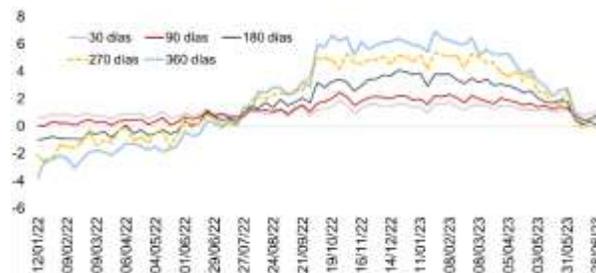
⁹ En el primer semestre del 2023 la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM en tres ocasiones: i) 50 p.b. en marzo (sesión 6111-2023), ii) 100

Por otro lado, hubo un impacto favorable sobre esa relación debido al crecimiento de la producción y la apreciación cambiaria.

- 10. Las reducciones en la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han transmitido de forma asimétrica a las diferentes tasas de interés del sistema financiero⁹.**

Entre el 15 de marzo y el 27 de junio del año en curso la TPM disminuyó en 200 p.b. y en ese mismo lapso la tasa de interés pasiva negociada en colones, la tasa básica pasiva y la tasa de interés activa negociada en colones disminuyeron 180, 43 y 72 p.b., en el orden respectivo. Consecuente con esa reducción, el premio por ahorrar en colones bajó y, dadas las expectativas de variación cambiaria de mercado, el premio es cercano a cero (Gráfico 5).

Gráfico 5. Premio por ahorrar en colones
Puntos porcentuales



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- 11. Se estima que el comportamiento de los agregados monetarios no ejercerá presiones inflacionarias futuras.** A junio del 2023, la liquidez y la riqueza financiera total crecieron en torno al 7,0%¹⁰, tasas superiores a las de igual mes del año anterior (3,9% y 4,8% respectivamente), en tanto que el saldo del medio circulante amplio no mostró cambios con respecto a un año atrás. Adicionalmente, destaca la moderación en el ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo (13,9% en junio desde 16,6% en febrero del 2023) en línea con la reducción en las tasas pasivas (Gráfico 6).

Por su parte, el crédito al sector privado creció a una tasa anual de 5,0% (5,1% en junio del 2022), impulsado tanto por las operaciones en colones como en moneda extranjera. Las colocaciones en colones, si bien han desacelerado, crecen poco menos del

p.b. en abril (sesión 6115-2023), y iii) 50 p.b. en junio (sesión 6124-2023) para ubicarla en 7,00% a partir del 15 de junio.

¹⁰ Este porcentaje se ubica en torno 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 generará presiones inflacionarias futuras por encima de la meta de inflación.

4,0%, mientras que en dólares muestran un mayor impulso (7,5%), otorgadas principalmente a deudores con cobertura cambiaria (-1,2% en igual mes del año previo). Dado ese comportamiento, la participación relativa del crédito en moneda extranjera en la cartera total se ubicó en 32,2% en junio del 2023 (31,6% en diciembre del año anterior).

12. En meses recientes el tipo de cambio nominal mostró una menor volatilidad. Al término de junio el tipo de cambio promedio ponderado en el Monex fue de $\text{¢}547,59$, lo que llevó a una variación interanual de -20,9% y acumulada con respecto a finales del 2022 de -8,3%. Particularmente en el bimestre mayo-junio este macroprecio presentó una menor volatilidad en relación con los cuatro meses previos¹¹.

Esta reducción en la volatilidad se presentó en un contexto de un superávit en el mercado privado de cambios que, aunque continuó alto, es menor al observado previamente. En efecto, su promedio diario pasó de $\text{USD } 32,7$ millones en el primer cuatrimestre del año a $\text{USD } 29,3$ millones en el bimestre mayo-junio.

Así, en términos acumulados las operaciones cambiarias con el público alcanzaron $\text{USD } 3.942,8$ millones en el primer semestre del año ($\text{USD } 1.133,8$ millones en igual lapso del 2022¹²), lo que indujo al BCCR a participar activamente como demandante de divisas en el Monex; en neto compró $\text{USD } 3.851,8$ millones. La participación del BCCR en el Monex permitió atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB)¹³ e iniciar, el pasado 5 de mayo, con compras por operaciones propias, las cuales al término de junio acumularon $\text{USD } 475,1$ millones.

La participación del BCCR en el mercado cambiario contribuyó a mejorar el blindaje financiero del país. Al 30 de junio último el saldo de reservas internacionales netas ascendió a $\text{USD } 11.138,8$ millones, monto superior en $\text{USD } 2.588,8$ millones a lo registrado al finalizar el 2022. Este saldo equivale a 13,0% del PIB y a 128,5% del nivel considerado como adecuado según la metodología sugerida por el Fondo Monetario Internacional¹⁴.

13. La inflación general se ubica por debajo del límite inferior del rango de tolerancia, mientras que las expectativas a 12 y 24 meses están en ese rango. En mayo del 2023 la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, fue de 0,9% y el promedio de los indicadores de la inflación subyacente de 2,5% (2,4% y 3,4% respectivamente en abril pasado), lo que ubicó a la inflación general por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación (3,0% \pm 1 p.p.) (Gráfico 7).

Gráfico 7. 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.

En mayo la inflación general estuvo determinada por la evolución de los precios de los servicios, dado que la contribución de la variación de precios de los bienes al resultado interanual fue negativa¹⁵. Lo anterior refleja, en gran medida, la moderación en los aumentos del precio de los alimentos y la caída en los precios de los combustibles, ambos comportamientos asociados con el proceso de reversión de los choques de oferta de origen externo.

$\text{USD } 194,8$ millones para atender requerimientos futuros de estas entidades.

¹⁴ Para mayor detalle, ver el Recuadro 1 "Indicador de reservas adecuadas para Costa Rica según la metodología del Fondo Monetario Internacional" (Informe de Política Monetaria de abril del 2023).

¹⁵ Los bienes registraron una variación interanual de -0,2% en tanto los servicios de 2,2%.

¹¹ Mientras en los primeros cuatro meses del año la desviación estándar (para una ventana móvil de veinte días) fue de $\text{¢}7,1$, en el siguiente bimestre fue de $\text{¢}2,6$.

¹² Hasta el I semestre del 2022 los administradores de fondos de terceros gestionaron sus requerimientos de divisas, mayoritariamente, con los intermediarios cambiarios.

¹³ Ese monto permitió atender el requerimiento contemporáneo del SPNB ($\text{USD } 1.525,4$ millones), restituir lo vendido en años previos y acumular

Por su parte, las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta del BCCR señalan la reducción de las presiones inflacionarias. En mayo, la mediana de las expectativas a 12 meses continuó a la baja y se ubicó en 4,0% desde un valor máximo de 9,5% en agosto del año anterior, en tanto que la de 24 meses fue de 3,7%, tras seis meses consecutivos de registrar valores de 4,0%¹⁶. De igual forma, la expectativa estimada con base en la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (“expectativa de mercado”) para el horizonte de 12 y 24 meses se ha estabilizado en torno a 3,3% en lo que transcurre del 2023.

En línea con la reversión de choques de oferta de origen externo, el Índice de precios del productor de la manufactura desacelera desde el segundo semestre del 2022. Este proceso se reforzó en lo transcurrido del año en curso, con una variación interanual de -2,8% en mayo pasado, desde 8,1% al término del 2022. Lo anterior hace prever que el aumento de precios al consumidor por empuje de costos ha tendido a diluirse.

¹⁶ Los resultados de la encuesta aplicada en junio fueron, en ese orden, 3,0% y 3,3%..