

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 8 del acta de la sesión 6074-2022, celebrada el 27 de julio del 2022,

dispuso en firme:

aprobar el Informe de Política Monetaria a julio de 2022, cuyo texto se inserta más adelante, de conformidad con lo establecido en el literal b, artículo 14, de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*, Ley 7558.

EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCCR

La política monetaria comprende el conjunto de acciones que toma un banco central para influir sobre la cantidad de dinero disponible en la economía y sobre las tasas de interés, con el fin de garantizar la estabilidad de los precios.

En el caso de Costa Rica, las disposiciones en materia de política monetaria se rigen por lo establecido en la Ley 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. De acuerdo con su artículo 2, el Banco Central orienta sus acciones de política monetaria al logro de una inflación baja y estable como objetivo primario. En enero del 2018, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹, aunque en la práctica lo había implementado desde antes.

Este marco se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del Banco Central de alcanzar un objetivo cuantitativo (dentro de un rango de tolerancia) para la tasa de inflación en un determinado horizonte de tiempo, y se acompaña del reconocimiento explícito de que el principal objetivo del Banco Central es mantener una tasa de inflación baja y estable. Además, hace explícita la importancia de la rendición de cuentas y la explicación de las motivaciones en la toma de decisiones de las autoridades monetarias.

Dentro de ese marco, la Junta Directiva del Banco Central definió la meta explícita de inflación en 3%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual, para un horizonte de 12 a 24 meses.

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, puesto que las medidas de política monetaria toman tiempo para transmitirse a la economía y tener el efecto deseado sobre la inflación, estas se fundamentan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para indicar el estado de la política monetaria es la TPM, que se revisa de conformidad con un calendario aprobado por su Junta Directiva a inicios de cada año. Así, la TPM y la política monetaria en general se ajustarán de forma tal que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses se oriente a la meta de 3%.

¹ Un mayor detalle del marco de política monetaria del Banco Central de Costa Rica se presenta en el capítulo 2 del [Informe de Política Monetaria de abril del 2020](#).

Los análisis efectuados por el BCCR para tomar sus decisiones de política monetaria son informados a la sociedad por medio de comunicados y documentos analíticos. Entre ellos está el Informe de Política Monetaria, el cual se publica cuatro veces al año, al término de enero, abril, julio y octubre. Este informe analiza la coyuntura macroeconómica, detalla las acciones de política monetaria aplicadas por el Banco Central y presenta las proyecciones de esta entidad para la inflación y la producción.

PRESENTACIÓN

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR), presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a julio del 2022. Este documento hace explícita la visión del BCCR sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política ejecutadas por esta entidad para cumplir con sus objetivos.

La situación macroeconómica y geopolítica mundial prevaleciente en lo transcurrido del 2022 plantea desafíos para los bancos centrales. Las presiones inflacionarias presentes en la economía internacional desde el 2021 se han acentuado como consecuencia, principalmente, de la persistencia de los problemas en las cadenas de suministro y de las implicaciones directas del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y las derivadas de las sanciones económicas a Rusia, toda vez que reforzaron la tendencia al alza en los precios de las materias primas observada desde el año anterior.

Estas condiciones incrementaron la incertidumbre y debilitaron la confianza de los consumidores y productores, con repercusiones negativas sobre los mercados financieros y la actividad económica. De hecho, a lo largo del año los organismos financieros internacionales han revisado, sucesivamente, a la baja sus proyecciones de crecimiento para este y el próximo año.

En este contexto, el principal reto para los bancos centrales es combatir la inflación, principalmente mediante aumentos en su tasa de política monetaria, pero sin frenar excesivamente la actividad económica. Esto es, sin propiciar una recesión que, como es conocido, tiene altos costos en términos del bienestar de la población en general.

Costa Rica, como país pequeño y abierto a la economía internacional, ha sido afectado negativamente por estos choques. Aunque la producción continúa creciendo, lo hace a un menor ritmo en comparación con el año anterior y las proyecciones presentadas en este informe apuntan a una desaceleración mayor en el 2022-2023, a la inicialmente estimada, en comparación con el 2021. Además, la inflación se aceleró y el mercado cambiario enfrenta presiones, algunas derivadas de la mayor demanda de divisas resultante del aumento en el precio internacional de las materias primas y de la decisión de las operadoras de pensiones de adquirir activos financieros en los mercados internacionales.

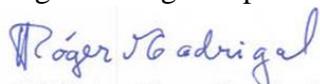
En dicho entorno, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica adoptó medidas dirigidas a reducir los excesos monetarios y a buscar una postura de política monetaria neutral con su tasa de política. La más reciente de estas acciones es el aumento de 200 puntos básicos en la Tasa de política monetaria (TPM) aprobado en la sesión de política monetaria del 27 de julio del año en curso. Además, ejecutó acciones específicas para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y mejorar el funcionamiento del mercado cambiario.

El Banco Central mantiene su compromiso con el objetivo de una inflación baja y estable, que contribuya a crear condiciones para el crecimiento de la actividad económica y del empleo. Con este propósito, realiza un seguimiento permanente de la inflación proyectada y sus determinantes, por lo que ejecutará los ajustes necesarios en sus instrumentos de política monetaria para inducir a la inflación hacia su meta de mediano plazo.

En cuanto a la política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.

Adicionalmente, mantendrá la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y la razonabilidad de las decisiones de política, con el fin de contribuir a la formación de las expectativas y así facilitar la convergencia hacia su objetivo de inflación.

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica internacional y nacional

En lo transcurrido del 2022, la coyuntura internacional se ha caracterizado por un aumento global de la inflación, con tasas no observadas en las últimas cuatro décadas, desaceleración de la actividad económica y mayor incertidumbre.

Las presiones inflacionarias iniciaron en el 2021, como resultado de factores tanto de demanda como de oferta. La recuperación de la economía, luego de la recesión del 2020, propició un aumento en la demanda mundial de mercancías, de insumos para su producción y de servicios de transporte marítimo, que provocaron disrupciones en las cadenas globales de suministro.

Adicional a lo anterior, la economía global experimentó en el 2022 nuevos choques de oferta por razones geopolíticas y climáticas, que afectaron a los mercados de materias primas, en particular hidrocarburos, alimentos y metales.

En conjunto, esas fuerzas llevaron a un incremento de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y de los costos de transporte, que impulsó al alza a la inflación internacional.

El aumento de la inflación y de la incertidumbre asociada a la situación económica y geopolítica incidieron en una tendencia decreciente en los indicadores de confianza, que reforzó la desaceleración en la actividad económica mundial, manifiesta desde el último trimestre del 2021.

De particular relevancia para Costa Rica es el resultado de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, cuya economía se contrajo en 1,6% y 0,9% (variación trimestral anualizada) en el primer y segundo trimestres del presente año, respectivamente.

Ante el persistente aumento de la inflación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas y emergentes endurecieron su postura de política monetaria. En este sentido, redujeron los estímulos monetarios y aumentaron sus tasas de interés de referencia. A pesar de ello, la inflación continúa en aumento, lo cual tiene el potencial de desanclar las expectativas inflacionarias e introducir mayor persistencia al fenómeno inflacionario e incrementar el costo de la convergencia de la inflación a las metas establecidas por dichos entes.

Las condiciones anteriores han repercutido también en los mercados financieros y cambiarios. Además de episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros, se observó una caída en los precios de las acciones, un incremento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de los mercados emergentes y un deterioro en el valor de algunas monedas. En particular, destaca el fortalecimiento del dólar con respecto a la mayoría de las divisas y la depreciación del euro, que recientemente alcanzó la paridad con el dólar, por primera vez en 20 años.

En este entorno internacional, la economía costarricense ha tenido resultados macroeconómicos mixtos. Las estimaciones preliminares del producto interno bruto (PIB) para el segundo trimestre muestran que la recuperación de la actividad económica se mantiene, pero ha tendido a desacelerarse. En ese lapso, la serie en tendencia ciclo del PIB creció interanualmente 5,7%, que se compara con un crecimiento de 10,4% un año atrás.

En forma coherente con el crecimiento de la actividad económica, el mercado laboral continuó su recuperación y en mayo las tasas de desempleo y de subempleo se ubicaron por debajo de los valores registrados antes de la pandemia. Sin embargo, la tasa de participación neta se ha estancado, y tanto este indicador como la tasa de ocupación se mantienen por debajo de sus valores previos a la pandemia.

Como consecuencia de las mayores importaciones y el deterioro en los términos de intercambio, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó en el primer

semestre del año, a pesar del buen desempeño de las exportaciones de bienes y servicios. En dicho lapso hubo un incremento en los flujos financieros netos hacia el país, pero fueron insuficientes para financiar la brecha negativa de la cuenta corriente, por lo cual el saldo de activos de reserva disminuyó en USD 584 millones con respecto a su valor en diciembre del año anterior.

Además, los mayores precios internacionales de las materias primas han presionado al alza a la inflación interna. Asimismo, han incidido en una mayor demanda de divisas, principalmente para pagar la factura petrolera que, en conjunto con la demanda de las operadoras de pensiones, ha presionado al alza el tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar.

El aumento en la inflación inició en la segunda mitad del 2021, pero se manifestó con más fuerza en el 2022, especialmente en el segundo trimestre. En junio, los indicadores de inflación general y subyacente aumentaron a 10,1% y 6,4%, respectivamente, en términos interanuales, desde 5,8% y 4,1%, en igual orden, en marzo pasado. Ambas tasas se ubican por encima del límite superior del rango de tolerancia establecido por el BCCR en torno a su meta inflacionaria de largo plazo. Además, son las variaciones de precios más altas observadas en los últimos 13 años.

Coherente con las mayores presiones inflacionarias, las expectativas de inflación, medidas por la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía y empresarios, muestran un comportamiento creciente desde febrero de este año. En particular, en junio la mediana de este indicador se ubicó en 6,6% y 5,0%, en ese orden, a 12 y 24 meses.

II. Acciones de política del BCCR

En lo transcurrido del presente año, la política monetaria del BCCR se ha orientado a enfrentar dos desafíos. Por un lado, el creciente aumento de la inflación y, por otro, las presiones del mercado cambiario.

Para evitar la persistencia de presiones inflacionarias que van más allá del choque de precios global, el Banco Central continuó el proceso de aumento de la TPM que inició el 15 de diciembre del año pasado. Desde esa fecha hasta el 30 de julio del presente año ha aumentado dicho indicador en seis ocasiones, por un acumulado de 675 puntos base (p.b.). Estos ajustes se han trasladado parcialmente a las tasas de interés del sistema financiero. Así, del 15 de diciembre del año anterior al 30 de julio del 2022, las tasas de interés pasiva y activa negociadas en colones registraron aumentos de 348 y 273 p.b., en su orden.

La Junta Directiva manifestó que considera necesario continuar con el proceso de incrementos graduales y ordenados de la TPM, hasta ubicarla en una posición neutral; es decir, en un nivel compatible con la ausencia de presiones inflacionarias o desinflacionarias y con expectativas de inflación que convergen a su meta de inflación.

Como medida complementaria al aumento en la TPM, la Junta Directiva dispuso incrementar en forma escalonada el requerimiento de encaje mínimo legal (EML) en moneda nacional, para llevarlo del 12,0% a 15,0% a partir de la segunda quincena de julio.

El propósito de esta medida es evitar que los excesos de liquidez que muestran los intermediarios financieros exacerben las presiones inflacionarias. Además, la reducción de estos excedentes favorece la transmisión de la política monetaria, ya que el BCCR refuerza su poder como oferente de recursos, lo que le permite guiar las tasas de interés en los mercados de dinero y, con ello, mejorar este mecanismo de transmisión.

Adicionalmente, envió en consulta pública una propuesta para aplicar el EML a las cooperativas de ahorro y crédito, las cuales están exentas de ese requerimiento desde octubre de 1997 (en su lugar, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley Orgánica del BCCR, mantienen una reserva de liquidez por igual porcentaje que el EML) y cambiar la composición de la reserva de liquidez para las cooperativas no supervisadas y las asociaciones solidaristas. Con ello busca reducir las distorsiones que la aplicación de la reserva de liquidez introduce entre los intermediarios financieros y en los mercados de deuda. Actualmente el BCCR analiza las observaciones recibidas del medio financiero sobre dicha propuesta.

A partir de abril del presente año la liquidez del sistema financiero empezó a disminuir, debido en gran medida a la contracción monetaria asociada a la venta de divisas al sector público y a las operadoras de pensiones y es de esperar que en el corto plazo la liquidez disminuya aún más, una vez que sea efectiva la esterilización monetaria atribuible al aumento del encaje mínimo legal antes comentado.

En lo que respecta al mercado cambiario, las presiones se han mantenido desde inicios de la pandemia, pero se intensificaron durante el primer semestre del 2022. Esas presiones surgen de los mayores requerimientos de divisas del sector público no bancario (SPNB) y de las operadoras de pensiones.

En el caso del SPNB, la mayor demanda de divisas se relaciona con el aumento en la factura petrolera (USD 651,7 millones más que en el primer semestre del año pasado), debido al alza registrada en el precio internacional del petróleo, y con los pagos de deuda en moneda extranjera por parte de estos entes.

Por su parte, en las operadoras de pensiones, esa mayor demanda surge de la decisión de diversificar su cartera de títulos valores, con activos financieros internacionales. Este proceso de diversificación inició hace varios años, pero se intensificó a partir de la segunda mitad del 2020, que coincide con los puntos álgidos de la pandemia.

La participación del BCCR en el mercado cambiario ha sido coherente con el régimen de flotación administrada vigente en el país. En este sentido, gestionó los requerimientos del SPNB e intervino con fines de estabilización ante movimientos abruptos en el tipo de cambio.

Hasta el 27 de julio el BCCR había realizado ventas de estabilización por USD 172,4 millones (frente a USD 5,7 millones en igual lapso del año anterior). Adicionalmente, anunció varias medidas dirigidas, de manera preventiva, a mejorar el blindaje financiero. Entre estas medidas, destacan:

- a. Colocó instrumentos de deuda en moneda extranjera para incrementar la oferta de opciones financieras de ahorro en el país. Además de la captación de depósitos a corto plazo (14 y 28 días) en el MIL, en vigencia desde el 10 de diciembre del 2021, a partir de junio el BCCR inició las subastas de bonos de estabilización monetaria (BEM) en dólares a plazos de 3 y 5 años.
- b. Solicitó un crédito de apoyo de balanza de pagos al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un monto cercano a USD 1.000 millones.
- c. Redujo el horario de negociación de Monex a una hora (de 12 m. a 1 p.m.) a partir del 6 de junio del presente año, con el fin de facilitar el encuentro entre compradores y vendedores y, con ello, mejorar la formación de precios en dicho mercado.

Las medidas anteriores complementan las acciones aprobadas por la Junta Directiva el pasado 23 de febrero (artículo 7 de la sesión 6049-2022), que buscan ordenar la gestión de divisas por parte del SPNB, profundizar el mercado cambiario para promover una eficiente formación de precios y fortalecer la posición de reservas internacionales (RIN). En esa ocasión, la Junta Directiva amplió el plazo de programación de los requerimientos de las entidades del SPNB y dispuso que la oferta y demanda de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros se ejerza en el mercado de monedas extranjeras (Monex) cuando su saldo administrado sea superior al monto que determine el BCCR.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

En un contexto internacional complejo y retador, los organismos internacionales revisaron nuevamente a la baja las perspectivas de crecimiento mundial y al alza las de inflación. En particular, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un crecimiento para la economía mundial de 3,2% en el 2022 y 2,9% en el 2023, menores en 0,4 p.p. y 0,7 p.p., en su orden, con respecto a lo estimado en abril pasado.

El FMI también revisó al alza la inflación mundial hasta 6,6% en las economías avanzadas y 9,5% en las emergentes y en desarrollo en el 2022 (incremento de 0.9 p.p. y 0.8 p.p. en ese orden con respecto a las proyecciones de abril pasado). Para el 2023, proyecta que la inflación se modere hasta ubicarse en 3,3% y 7,4%, respectivamente. De igual forma, tanto el Banco Central Europeo como el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentaron sus proyecciones de inflación para este bienio en sus respectivas economías.

El panorama para la economía mundial implica un entorno externo más desfavorable para la economía costarricense. Así, la desaceleración del crecimiento económico mundial incide en

un menor crecimiento de los socios comerciales del país y, consecuentemente, en una menor demanda por nuestras exportaciones.

El aumento en el precio de las materias primas y un contexto de mayor inflación internacional implica un deterioro en los términos de intercambio del país (que reduce el poder adquisitivo de hogares y empresas) y una presión al alza en la inflación local. Esa alta inflación, a su vez, propicia el endurecimiento de la postura de la política monetaria en las principales economías y, por consiguiente, tasas de interés más altas y condiciones financieras internacionales menos favorables para nuestro país.

Bajo estas condiciones, es de esperar que la actividad económica local se desacelere, en parte por el deterioro en los términos de intercambio, así como una demanda externa menos dinámica y una mayor incertidumbre sobre las consecuencias del conflicto bélico en Ucrania. El cuadro adjunto muestra las principales proyecciones económicas internacionales e internas.

Dada la situación internacional más adversa para la economía costarricense, en el presente IPM se proyecta un crecimiento para la actividad económica de 3,4% y 3,2% en el 2022 y el 2023, respectivamente, lo que significa que para el 2022 se mantiene la estimación presentada en el IPM de abril pasado, pero para el siguiente año se revisa a la baja en 0,7 p.p.

Principales supuestos sobre la economía internacional y nacional incluidas en las proyecciones económicas para el 2022-2023

Variación interanual en porcentajes

Economía internacional

	IPM julio 2022			IPM abril 2022	
	2021	2022	2023	2022	2023
	est	proy	proy	proy	proy
Crecimiento Estados Unidos	5,7	2,3	1,0	3,7	2,3
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	2,9	1,8	3,7	2,5
Inflación socios comerciales, promedio	1,0	5,9	3,1	5,6	2,8
Precio del petróleo (USD)	76,4	121,9	101,2	110,7	102,4
Variación %	56,6	59,6	-17,0	46,7	-8,7
Términos de intercambio, variación %	-5,6	-5,6	0,6	-4,4	0,8
SOFR 6 meses (a diciembre)	0,0	3,2	2,5	2,6	2,6

SOFR (Secured Overnight Financing Rate).

Economía nacional

	IPM julio 2022			IPM abril 2022	
	2021	2022	2023	2022	2023
	est	proy	proy	proy	proy
PIB crecimiento real	7,8	3,4	3,2	3,4	3,9
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos % del PIB	-3,3	-4,8	-4,4	-4,6	-3,5
Saldo activos de reserva (% del PIB)	10,7	11,9	11,6	11,7	10,8
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero	-5,0	-4,3	-3,5	-4,4	-3,6
Resultado primario	-0,3	0,7	1,2	0,8	1,3
Variación interanual del IPC ¹	3,3	9,9	4,9	6,0	3,7

¹Para el 2022-2023 corresponde al cuarto trimestre de cada año.

Proy: proyectado; est: estimado.

Fuente: Informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, julio del 2022, Bloomberg y BCCR.

El crecimiento de la producción en el 2022 estaría impulsado por un mayor dinamismo de la demanda externa, principalmente, de las exportaciones de servicios, pero sería atenuado por una demanda interna más moderada, como resultado del menor ingreso disponible asociado al deterioro de los términos de intercambio y la moderación de la inversión privada, acompañada de una mayor caída de la pública.

En el 2023 el crecimiento estaría sujeto al aumento de la demanda interna, por el efecto de la ganancia de los términos de intercambio y su impacto en la mejora del ingreso disponible y, en menor medida, a la demanda externa, dada la desaceleración prevista en el crecimiento de los principales socios comerciales.

La inflación, subyacente y general, se ubicaría en valores superiores al rango de tolerancia alrededor de la meta ($3\% \pm 1$ p.p.) en lo que resta del 2022 y en el 2023. La trayectoria de ambos indicadores en el horizonte de pronóstico es mayor a la prevista en el IPM de abril pasado, con un balance de riesgos con mayor peso relativo al alza. Estas proyecciones incorporan la respuesta de política monetaria del Banco Central con el objetivo de lograr que, en el mediano plazo, la inflación retorne a valores coherentes con la meta de largo plazo definida por la Junta Directiva del BCCR para la inflación.

El déficit de cuenta corriente se ubicaría tanto en el presente año como en el siguiente por encima del valor registrado en el 2021 y de los datos estimados en el IPM de abril del presente año. Esto debido a que la persistencia en el choque adverso de los términos de intercambio propiciaría un incremento en el valor de las importaciones superior a lo estimado en ese momento.

Los agregados aumentarían de acuerdo con el crecimiento nominal previsto para la actividad económica. Asimismo, el crédito al sector privado continuaría al alza, pero a un menor ritmo que el contemplado en el IPM de abril del año en curso. Esa revisión a la baja reflejaría el tono más restrictivo de la política monetaria.

Por último, según las estimaciones del Ministerio de Hacienda, en el bienio en comentario continuaría la mejora en el resultado fiscal como resultado del incremento en la recaudación tributaria y la contención del gasto asociada a la aplicación de la regla fiscal (Ley 9635), así como acorde con las metas convenidas con el FMI para el resultado primario y el saldo de la deuda del Gobierno Central.

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2022-2023 incorpora la mejor información disponible a julio del 2022. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados a la evolución del contexto externo y local que, de materializarse, afectarían el escenario macroeconómico propuesto en este ejercicio.

A corto y mediano plazo, los principales riesgos externos surgen de las condiciones geopolíticas, mientras que a largo plazo son relevantes también los riesgos asociados al cambio climático.

Desde la perspectiva del cumplimiento de los objetivos del BCCR, el principal riesgo interno es la prolongación en el tiempo y el incremento en la magnitud de la brecha entre las expectativas de inflación y su meta. Asimismo, destacan los riesgos de una mayor demanda de divisas, una menor disponibilidad de recursos externos en relación con lo programado y la posibilidad de nuevas acciones de distanciamiento y confinamiento ante como consecuencia de la pandemia por COVID-19.

CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

Este capítulo presenta los principales hechos de la coyuntura macroeconómica internacional y nacional que determinan el contexto en el cual opera la política monetaria del Banco Central de Costa Rica.

Luego de la rápida recuperación de la economía mundial, el incremento en la demanda global, así como restricciones de oferta, contribuyeron al aumento de la inflación. Ese incremento, que al inicio los bancos centrales plantearon como transitorio, ahora es más generalizado y persistente y se ha convertido en el principal desafío de las autoridades monetarias. Estas entidades han reaccionado con un fuerte aumento en las tasas de interés de referencia para contrarrestar la inflación, pero con el riesgo de que ese cambio en el tono de la política monetaria genere una contracción de la actividad económica.

A pesar del entorno internacional adverso, en Costa Rica se mantiene la recuperación de la actividad económica, si bien ha tendido a desacelerarse. Ello ha permitido una reducción de la tasa de desempleo hasta ubicarla en un valor similar al de antes de la pandemia. Además, como resultado de la recuperación de la actividad económica y la contención del gasto, las finanzas públicas mejoraron en el primer trimestre del presente año. Sin embargo, como consecuencia de las mayores importaciones y el deterioro en los términos de intercambio, ante del aumento en el precio internacional de las materias primas, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó. Asimismo, los mayores precios internacionales de las materias primas han presionado al alza a la inflación interna e incidido en una mayor demanda de divisas, principalmente para pagar la factura petrolera que, en conjunto con la demanda de las operadoras de pensiones, ha presionado al tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar.

Economía internacional

Las crisis sucesivas han generado una elevada incertidumbre alrededor del mundo.

Primero fue la pandemia del COVID-19, que inició en marzo del 2020 y llevó a confinamientos en muchos países para contener su propagación, con un enorme impacto en la economía mundial. Ese año, el PIB global cayó 3,1% con respecto al 2019.

En el 2021 la economía mundial mostró una rápida recuperación (crecimiento de 6,1%), impulsada por el paulatino levantamiento de las medidas de restricción sanitaria, el ajuste de los agentes económicos a las nuevas condiciones, el avance en la vacunación contra el COVID-19 y los estímulos monetarios y fiscales. No obstante, la economía presentaba algunos problemas como las presiones inflacionarias, el aumento de la deuda soberana y el congestionamiento de las cadenas de suministros.

A esos problemas se unió, a partir del 24 de febrero del 2022 el choque generado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y por las sanciones impuestas al primero de estos países por Estados Unidos y la Unión Europea como represalia. La magnitud y duración de este conflicto son aún inciertas, pero sus implicaciones ya se manifiestan en el crecimiento económico y en la inflación mundial.

Como resultado de este convulso entorno internacional, aumentó la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, tal como se observa en el indicador de incertidumbre mundial (Gráfico 1). Es importante notar el significativo aumento de este indicador en torno al inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, debido al temor de que otros países se involucraran en la guerra y que los efectos económicos fueran mayores.

La incertidumbre debilita la confianza de los agentes económicos, en especial la de los consumidores, y afecta negativamente a los mercados financieros. De hecho, su comportamiento reciente ha redundado en una caída en los precios de las acciones y un incremento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de los mercados emergentes, incluido Costa Rica.

Gráfico 1. Índice de incertidumbre mundial¹

Promedio móvil de 7 días. Periodo base: 1997-2005



¹ Esta medición, elaborada por Baker, Scott; Bloom; Davis, Steven y Renault, Thomas "Twitter-Derived Measures of Economic Uncertainty", mayo 2021, consiste en la revisión de los mensajes (tweets) enviados en Twitter desde junio del 2011 que contienen palabras clave relacionadas con incertidumbre y economía.

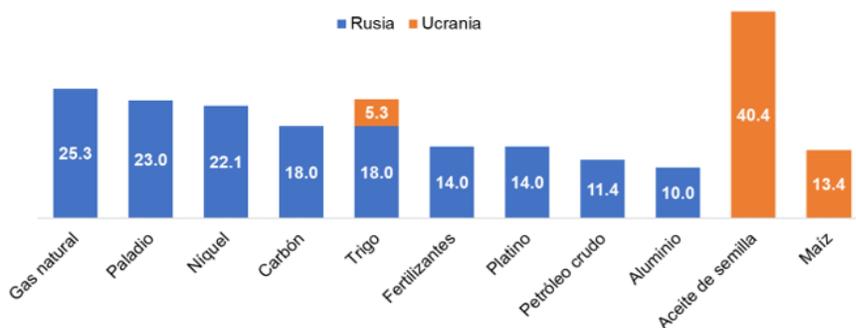
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información https://www.policyuncertainty.com/twitter_uncert.html.

La economía internacional experimenta un fuerte aumento en los precios de las materias primas, particularmente del petróleo.

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania propició de inmediato un aumento importante en los precios de las materias primas, debido a que, conjuntamente, estos países tienen una participación importante en las exportaciones de petróleo, gas, metales y granos (Gráfico 2).

Gráfico 2. Participación de las exportaciones de Rusia y Ucrania en las exportaciones globales en el 2020

En porcentajes

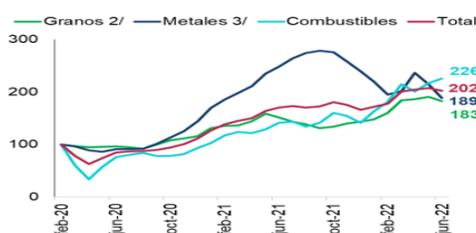


Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Banco Mundial, marzo del 2022.

En términos agregados, en junio del 2022 el índice de precios de materias primas importadas por Costa Rica subió 18,7% con respecto a igual periodo del 2021 (Gráfico 3). Por componentes, el índice de granos básicos mostró un crecimiento de 20,9% en igual periodo y el de combustibles 59,9%^{2,3}.

Gráfico 3. Indicadores de precios internacionales de materias primas

A. Índice de precios de materias primas importadas¹
Febrero 2020=100



B. Precio del petróleo WTI
USD por barril



¹ Las 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*.

² Granos básicos: trigo maíz, soya y arroz. ³ Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.

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

² Por su parte, el precio de los metales disminuyó 24,1% en ese lapso, asociado en buena medida a las expectativas de una menor demanda, principalmente por parte de China.

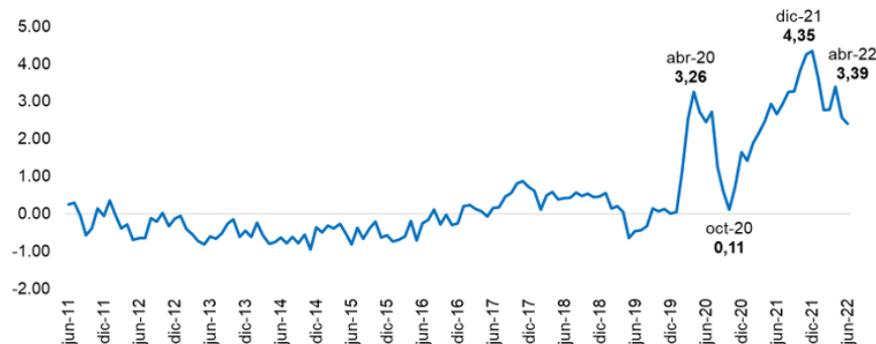
³ El precio de esta materia prima ha experimentado altibajos hasta ubicarse el 12 de julio pasado en el precio más bajo (USD 95,8 por barril) de los tres meses anteriores.

El impacto del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sobre los precios de las materias primas reforzó las presiones inflacionarias presentes en la economía mundial desde el segundo trimestre del 2021, asociadas a la recuperación económica global (luego de la contracción experimentada en el 2020), así como a la política de estímulos monetarios y fiscales aplicados por muchos países en el contexto de la pandemia del COVID-19 y al congestionamiento en la cadena global de suministros, que llevó a un elevado aumento en los costos de los fletes marítimos. Este último problema se agravó debido a la política de China de cero tolerancia al COVID-19, que implicó el cierre del puerto de Shanghái, uno de los más importantes del mundo, durante varias semanas, lo cual generó interrupciones adicionales en el comercio internacional.

El índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro (Gráfico 4), elaborado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York muestra que las interrupciones en las cadenas de suministro se intensificaron desde que empezó la pandemia del COVID-19, posteriormente se redujeron, pero desde noviembre del 2020 han tendido al alza alcanzando su mayor valor hacia finales del 2021, y se ha mantenido en niveles por encima de los registrados previo a la pandemia. Como se mencionó, en este comportamiento han influido los cierres debido a los rebrotes focalizados del virus y, desde finales de febrero del presente año, el conflicto bélico en Europa del Este.

El aumento en el precio de las materias primas, acentuado por el conflicto bélico, implicó un deterioro interanual de 6,1% y 8,7% en los términos de intercambio de la economía nacional (es decir, la relación de los precios de exportación a los precios de importación) en el primero y segundo trimestres del 2022, respectivamente. Con ello, se completaron seis trimestres consecutivos de deterioro en esta variable, luego de la mejora experimentada entre el segundo trimestre del 2019 y el cuarto del 2020.

Gráfico 4. Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro¹
Desviaciones con respecto al promedio



¹ Considera los costos de transporte internacional (Baltic Dry index y Harpex index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por sus siglas en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del Sur, Taiwán, Reino Unido y Estados Unidos. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Global Supply Chain Pressure Index, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi/#/overview>.

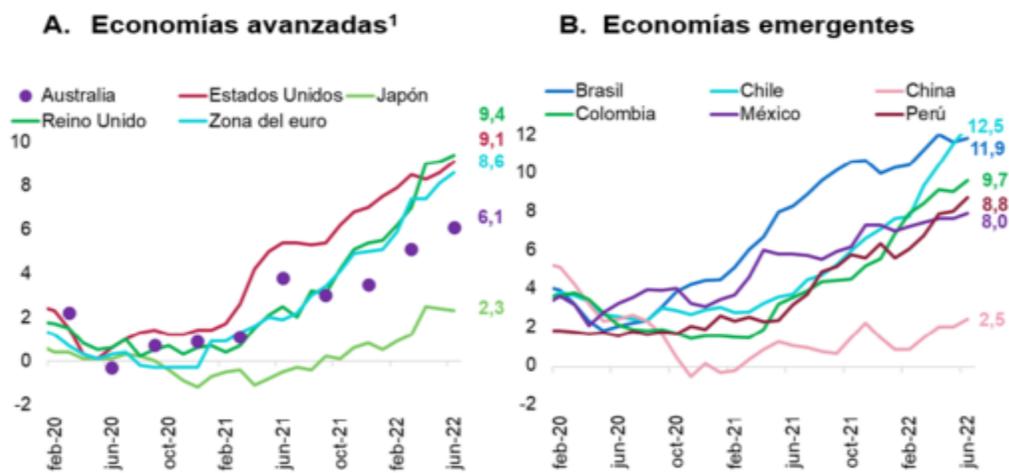
Las presiones inflacionarias externas son más generalizadas y persistentes.

El aumento observado en la inflación desde el 2021 se ha presentado tanto en economías avanzadas como emergentes, tal como muestra el Gráfico 5. En un principio, los bancos centrales de las principales economías plantearon que ese comportamiento sería transitorio; no obstante, desde los últimos meses del 2021 algunos bancos centrales y organismos internacionales han señalado que el aumento en la inflación es de una magnitud y duración mayor de lo previsto inicialmente.

Las tasas de inflación han alcanzado sus niveles más altos en 40 años en Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos. Particularmente, en este último país el Índice de precios al consumidor (IPC) registró en junio una variación interanual de 9,1% (8,6% en mayo) y, de igual manera, la inflación subyacente se mantiene alta (5,9% en ese mismo mes). Por otra parte, la inflación en la zona del euro fue de 8,6% en junio (8,1% en mayo), aunque la variación interanual del componente subyacente fue de 3,7%. Tanto en Estados Unidos como en la zona euro, la inflación de junio estuvo impulsada por los altos precios de la energía y los alimentos.

En América Latina, las tasas de inflación se ubicaron entre 8,0% y 12,5%, siendo esta última la registrada en Chile. Por el contrario, en China y Japón la inflación se ha mantenido en niveles bajos, lo cual se explica en buena medida porque la región asiática está saliendo más lentamente de la pandemia, por lo que tiene más holgura en la capacidad de producción y sus sólidos fundamentos macroeconómicos han permitido amortiguar la inflación importada⁴.

Gráfico 5. Índices de precios al consumidor de algunos países
Variación interanual en porcentajes



¹ Australia publica la inflación con periodicidad trimestral.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg, OCDE y Banco de Reserva de Australia.

⁴ Informe “Revisión macroeconómica”, abril 2022, de la Autoridad Monetaria de Singapur.

En muchos países, tanto la inflación general como la subyacente se encuentran muy por encima del objetivo de los bancos centrales para esa variable (Gráfico 6).

Gráfico 6. Inflación observada y objetivo en un grupo de países
En porcentajes



Fuente: Bancos centrales.

En un contexto de alta incertidumbre y deterioro en la confianza de los agentes, la economía mundial ha tendido a desacelerarse.

Pese a la rápida recuperación de la economía mundial en el 2021, desde el último cuatrimestre de ese año algunos indicadores de corto plazo (entre ellos, la confianza de los consumidores y empresarios de países miembros de la OCDE) empezaron a dar señales de desaceleración en algunas economías, debido a los hechos previamente comentados.

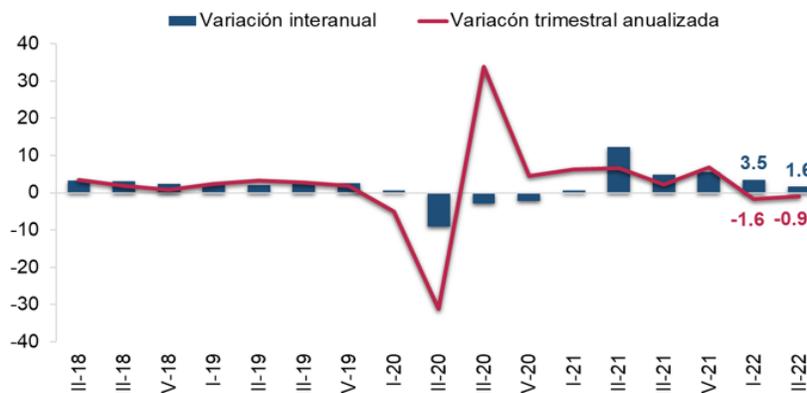
Estos indicios se confirmaron con los datos del PIB correspondientes al primer trimestre del 2022 y es de esperar que se mantengan en las cifras del segundo trimestre y en los indicadores de alta frecuencia a julio.

En Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, la actividad económica presentó una contracción de 1,6% y 0,9% (variación trimestral anualizada⁵) en el primer y segundo trimestres del presente año, respectivamente (Gráfico 7), de acuerdo con la estimación preliminar de la Oficina Análisis Económico de ese país. Esto pone de manifiesto la pérdida de dinamismo en el corto plazo, que refleja en parte el impacto de las interrupciones en las cadenas de suministros globales, el incremento en los precios de las materias primas y el aumento en la inflación, problemas intensificados por el conflicto bélico entre Rusia y

⁵ Según la medición en términos interanuales, el PIB de Estados Unidos muestra una desaceleración desde 3,5% en el primer trimestre a 1,6% en el siguiente trimestre.

Ucrania. Asimismo, la política de alza de la tasa de interés de referencia del Sistema de la Reserva Federal para controlar la inflación también ha tenido un efecto negativo en su crecimiento económico.

Gráfico 7. PIB trimestral de Estados Unidos
Variación interanual y trimestral anualizada en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de la Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

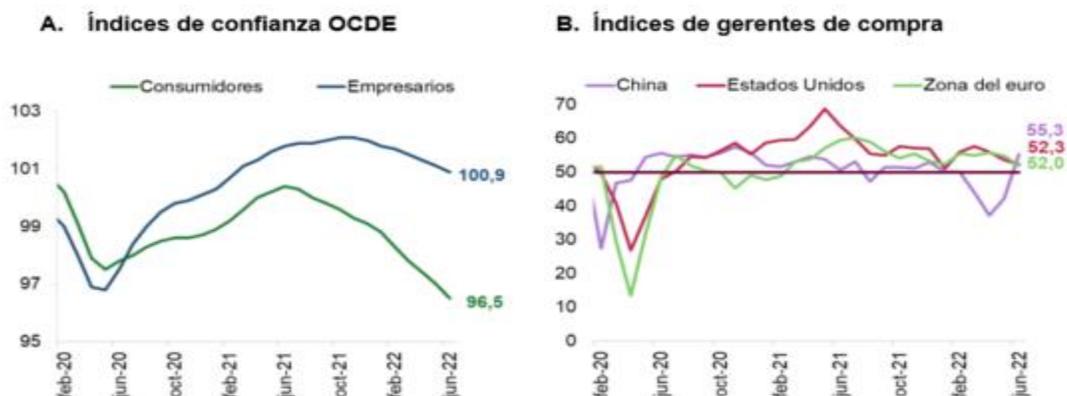
El deterioro en la confianza de los agentes ha afectado negativamente la evolución de la actividad económica. El persistente congestionamiento en las cadenas de suministro, la propagación de las nuevas variantes del coronavirus, y más recientemente el conflicto bélico citado, afectaron los indicadores de confianza, en especial de los consumidores. Así, el índice de confianza de los consumidores para los países miembros de la OCDE fue de 96,5 puntos en junio⁶, luego de registrar niveles por encima de 100 entre abril y julio del 2021. Coherente con esto, el Índice de gerentes de compra de Estados Unidos y la zona del euro registraron en junio niveles de 52,3 y 52,0 puntos (desde 53,6 y 54,8 en mayo), respectivamente. Por el contrario, dicho índice aumentó en China de 42,2 en mayo a 55,3 puntos en junio (Gráfico 8).

Adicionalmente, el Libro Beige⁷ del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, publicado el 13 de julio del presente año, señaló que varios distritos muestran signos de desaceleración y preocupaciones sobre los riesgos de recesión.

⁶ Valores por encima de 100 representan optimismo.

⁷ Este informe se publica ocho veces al año y contiene una recopilación de "información anecdótica acerca de las condiciones económicas actuales" realizada por cada Banco del Sistema de la Reserva Federal en su distrito.

Gráfico 8. Indicadores de actividad económica en algunas economías (en puntos)



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

Ante el persistente aumento de la inflación, los bancos centrales han endurecido su política monetaria.

Los bancos centrales de varias de las principales economías avanzadas y emergentes redujeron sus estímulos monetarios e incluso algunos aceleraron dicho proceso e indicaron que las alzas continuarán. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de política monetaria en 15 p.b. en diciembre del 2021 (la última vez que la había subido fue en agosto del 2018), 25 p.b. en febrero, marzo, mayo y junio del presente año, para ubicarla en 1,25%, con lo cual retornó a sus niveles prepandémicos.

Por su parte, el Sistema de la Reserva Federal aumentó en 225 p.b. el rango objetivo de su tasa de referencia, entre marzo y julio, hasta ubicarla en [2,25% y 2,5%]. Además, anunció la reducción de su hoja de balance. En el comunicado de su reunión de julio, señaló que los indicadores recientes de gasto y producción se han desacelerado, pero la creación de puestos de trabajo ha sido sólida en los últimos meses y la tasa de desempleo se ha mantenido baja. Por su parte, la inflación sigue siendo elevada, lo que refleja los desequilibrios de la oferta y la demanda relacionados con la pandemia, el aumento de los precios de los alimentos y la energía y presiones de precios más generalizadas. Además, que la guerra en Ucrania y los eventos relacionados están generando una presión alcista adicional sobre la inflación que impacta negativamente la actividad económica mundial.

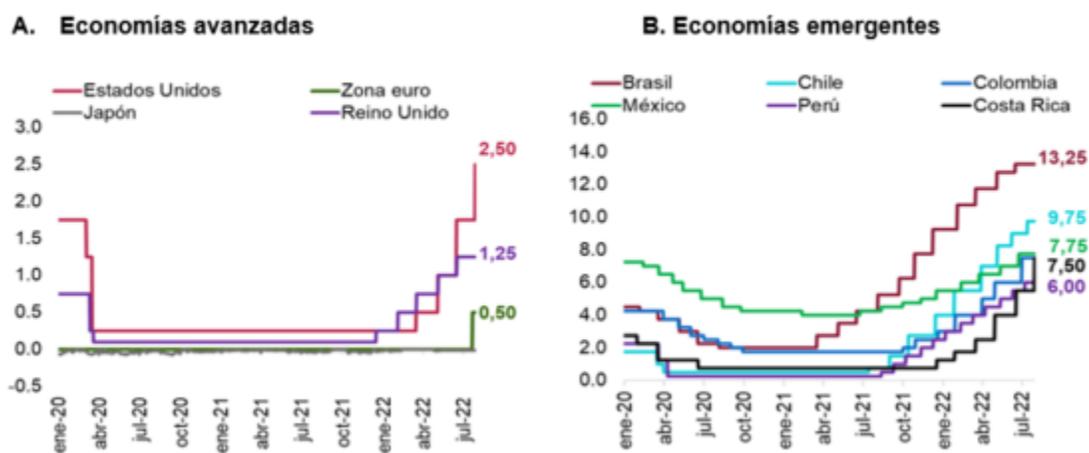
De igual forma, el Banco Central Europeo (BCE) subió la tasa de interés de referencia en 50 p.b. en su reunión de política monetaria de julio, el primer aumento de ese indicador en más de una década. Además, aprobó el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI por sus siglas en inglés)⁸, con el fin de prevenir la fragmentación en los mercados de deuda de la zona del euro.

⁸ Este instrumento "se activará en determinadas circunstancias" y cuando el Consejo de Gobierno decida que un país es elegible para el TPI, intervendrá y no habrá límites.

El Gráfico 9 muestra la evolución de la tasa de política monetaria en economías seleccionadas. Varias economías emergentes latinoamericanas también han aplicado aumentos graduales en la tasa de interés de referencia hasta ubicarla, al 13 de julio pasado, en: 13,25% (Brasil), 9,75% (Chile), 7,75% (México), 7,50% (Colombia) y 6,0% (Perú).

En algunos casos los ajustes han sido considerables, como en Costa Rica y Brasil. Este último país fue el primero en iniciar una postura más restrictiva en el primer trimestre del 2021 y desde entonces ha acumulado 1125 p.b. de aumento. Caso contrario ha ocurrido con la zona del euro, donde los ajustes han sido relativamente pequeños, situación que se asocia con los elevados niveles de deuda soberana que presentan algunos de sus miembros.

Gráfico 9. Tasa de política monetaria en economías seleccionadas
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg, con información al 27 de julio del 2022.

Pese al ajuste de la TPM, en varios países la inflación continúa en aumento y se aleja del objetivo de los bancos centrales. Además, en algunos países el margen para seguir aumentando la tasa de referencia ha disminuido debido a la desaceleración de la actividad económica.

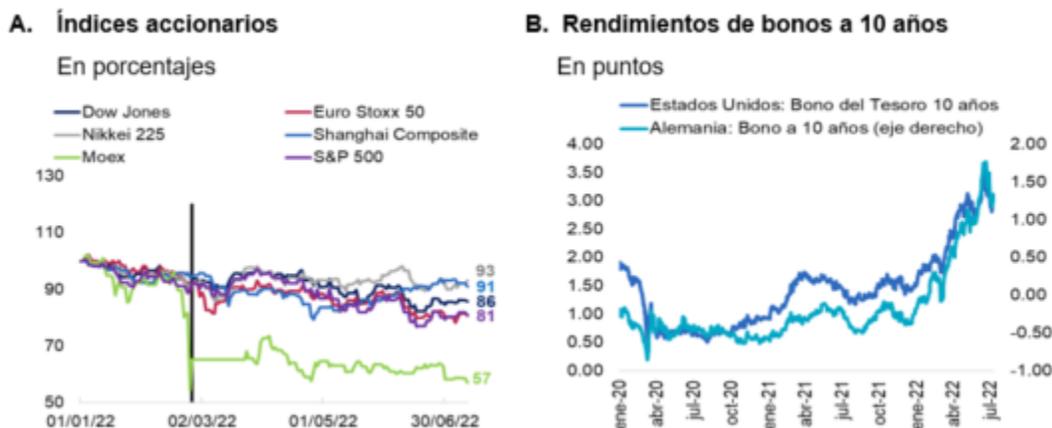
La guerra en Ucrania también ha generado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

La elevada incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania y las sanciones establecidas a Rusia por Estados Unidos y la Unión Europea en el marco de dicho conflicto, así como las acciones restrictivas de política monetaria aplicadas por los bancos centrales para tratar de controlar la elevada inflación mundial, han repercutido tanto en los mercados financieros como en los cambiarios.

Además de los episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros, se observó una

caída en los precios de las acciones (Gráfico 10), un incremento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de los mercados emergentes y un deterioro en el valor de algunas monedas.

Gráfico 10. Indicadores de mercados financieros internacionales



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg, con información al 11 de julio del 2022.

Más recientemente, la publicación del dato de inflación de Estados Unidos de junio del 2022, que se ubicó en 9,1% interanual, significó un impacto para el mercado, que esperaba una tasa de 8,8%. Lo anterior reforzó las expectativas de fuertes aumentos de las tasas de interés por parte del Sistema de la Reserva Federal en sus próximas reuniones de política monetaria.

Como reacción al dato de inflación de Estados Unidos de junio, los rendimientos de los bonos del Tesoro de ese país aumentaron 10,2 p.b., a 3,1%. La curva de rendimientos entre la deuda a 2 y 10 años mostró una inversión⁹ de 15,7 p.b., la mayor inversión desde al menos marzo del 2010.

Con respecto a los mercados cambiarios, el dólar se fortaleció de manera importante respecto de la mayoría de las divisas de economías avanzadas y emergentes. En este sentido, destaca el caso del euro, que en días pasados alcanzó la paridad con el dólar, por primera vez en 20 años. Los analistas económicos consideran que los recientes aumentos de tasas de interés del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos han fortalecido al dólar y favorecido que los ahorrantes se refugien en esta divisa, al tiempo que el riesgo de recesión, las preocupaciones energéticas impulsadas por la guerra de Ucrania y el alto nivel de endeudamiento de algunas de sus economías pesan cada vez más sobre la zona del euro.

⁹ Una curva de rendimiento invertida ocurre cuando el rendimiento de los bonos a corto plazo es mayor que el de los bonos a largo plazo. Este hecho se relaciona con la pérdida de confianza en el futuro económico y puede ser indicio de una futura recesión de la economía.

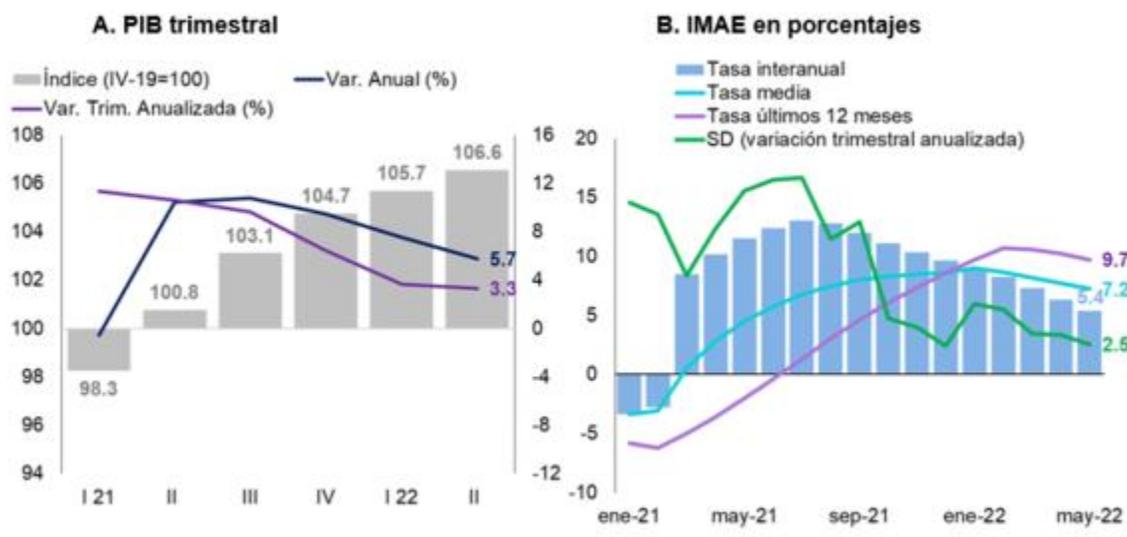
Actividad económica interna, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas

Las cifras preliminares del PIB para el segundo trimestre muestran que la recuperación de la actividad económica se mantiene en el 2022, aunque ha tendido a desacelerarse.

Al segundo trimestre, el PIB creció interanualmente 5,7% (10,4% un año atrás) en su serie de tendencia ciclo, lo cual denota que la actividad económica aún mantiene un ritmo de crecimiento significativo, pero ha tendido a moderarse desde la segunda mitad del año anterior, tal como lo muestra la variación trimestral expresada en términos anualizados (Gráfico 11.A).

La recuperación de la actividad económica, aunque a un ritmo más moderado, también se aprecia en las cifras a mayo (último mes disponible) del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), cuya serie en tendencia ciclo registró en ese mes una variación interanual de 5,4%, menor en 6,1 p.p. a lo registrado en el mismo mes del año anterior y en 0,9 p.p. al de abril del año en curso. Pese a esta desaceleración, la evidencia sugiere que el volumen de producción local todavía no ha sido gravemente afectado por los efectos negativos del entorno internacional comentados en el apartado anterior, aunque es de esperar que estos fenómenos tengan consecuencias negativas en los próximos meses (Gráfico 11.B).

Gráfico 11. PIB trimestral e Índice Mensual de Actividad Económica (tendencia ciclo)¹



¹ SD corresponde a la serie desestacionalizada.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las cifras preliminares del PIB al segundo trimestre muestran el dinamismo de las actividades vinculadas al turismo.

Según los resultados del PIB por actividad económica al segundo trimestre, la actividad de

hoteles y restaurantes es la que muestra el mayor dinamismo (44,9% en términos interanuales) seguido de la actividad de transporte y almacenamiento (23,4%). En el caso del primero este comportamiento obedece a la mayor afluencia de turistas extranjeros y locales, mientras que en el segundo se asocia con el mayor dinamismo del comercio de mercancías, así como de los servicios de transporte asociados al turismo. Los servicios empresariales también crecen al 8,2%, en línea con el aumento en las exportaciones de servicios (Gráfico 12.A).

En términos del aporte a la tasa de variación del PIB al segundo trimestre, destacan los servicios empresariales (1,1 p.p.), el transporte y almacenamiento (1,0 p.p.) y los hoteles y restaurantes (0,9 p.p.), que en conjunto explican el 52,6% del crecimiento de la producción en dicho periodo (Gráfico 12.B).

En contraste, la agricultura mostró una contracción como resultado de eventos climatológicos adversos y la reducción en la producción de bienes exportables como la piña y el banano. Por otra parte, la construcción también disminuyó debido a la caída en el gasto en obras privadas, principalmente de edificios (viviendas y oficinas), así como de naves industriales y de locales comerciales. Además, la ejecución de la inversión con destino público también se contrajo.

Gráfico 12. PIB trimestral por actividad económica

Variación interanual en porcentajes y aportes a la variación. Serie de tendencia ciclo.



*Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, información, comunicaciones, inmobiliarias, administración pública, salud y educación, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La confianza empresarial ha mostrado una mejora, contrario a la de los consumidores cuyas expectativas se han deteriorado.

El índice global de expectativas empresariales de la Universidad de Costa Rica (UCR) al primer semestre del 2022 registró una mejora y se ubicó en terreno optimista, en contraste, el índice de confianza del agente económico calculado por el BCCR no logra una mejora sostenida que le permita ubicarse en terreno optimista. Por su parte, el índice de confianza del consumidor calculado por la UCR continúa en terreno pesimista, comportamiento que mantiene desde el 2011 (Gráfico 13).

La evolución en la confianza de los consumidores refleja mayor cautela y pesimismo con respecto al entorno económico, lo cual es coherente con el comportamiento de sus ingresos reales, tal como se detalla más adelante en este capítulo. Por otra parte, si bien las expectativas empresariales se mantienen al alza y en terreno optimista, los resultados de los trimestres previos sugieren una moderación en este comportamiento.

Gráfico 13. Índices de confianza de consumidores y empresarios¹



¹Valores por encima de 50 indican optimismo y por debajo de ese nivel reflejan pesimismo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de la Universidad de Costa Rica.

En el segundo trimestre del 2022 hubo una moderación en el consumo de los hogares, en la inversión, y en las exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Por el contrario, el consumo del Gobierno General mostró un mayor crecimiento.

El menor crecimiento del consumo de los hogares respecto al trimestre anterior (Cuadro 1) se asocia con el deterioro en los indicadores de confianza del consumidor y con la moderación en el crecimiento del ingreso disponible puesto que, aunque el empleo mejoró, el ingreso fue impactado negativamente por el deterioro en los términos de intercambio.

Caso contrario ocurrió con el gasto de consumo del Gobierno General, el cual mostró en el segundo trimestre mayor dinamismo en comparación con el primero pese a la política de contención de gasto y al cumplimiento de la regla fiscal. Ello debido al efecto rebote en los servicios de enseñanza (ante la suspensión del curso lectivo durante el bimestre mayo-junio de 2021) que más que compensó la reducción en las compras de bienes y servicios en educación, la menor contratación de personal de servicios de salud y la disminución en la

compra de bienes y servicios en salud, principalmente vacunas.

Al igual que el consumo de los hogares, la formación bruta de capital mostró menos dinamismo debido a la disminución en el gasto en obras privadas, principalmente de edificios (viviendas y oficinas), así como de naves industriales y de locales comerciales. Además, la ejecución de la inversión con destino público se contrajo, en particular en obras de infraestructura vial, generación eléctrica y de acueductos y alcantarillados.

Del lado de la demanda externa, las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, se moderaron, aunque continúan creciendo a buen ritmo. Particularmente, los servicios mantienen tasas de variación de dos dígitos, impulsadas, principalmente, por los servicios de viajes y la recuperación de la afluencia de turistas.

En el caso de las importaciones, las compras de bienes mantienen el impulso de los trimestres previos, en buena medida las de insumos y bienes de capital, mientras que el dinamismo en las importaciones de servicios responde principalmente al mayor flujo de costarricenses al resto del mundo.

Cuadro 1. Componentes del PIB

Variación interanual en porcentajes, serie de tendencia ciclo.

	2021				2022	
	I	II	III	IV	I	II
Producto Interno Bruto	-0,5	10,4	10,8	9,5	7,6	5,7
Demanda interna	-0,8	8,3	9,4	9,5	7,3	4,0
Consumo Final de Hogares	-1,1	8,7	9,5	9,2	3,7	3,5
Consumo de Gobierno	4,7	-1,3	0,5	1,3	1,0	8,2
Formación de Capital Fijo	-0,9	5,5	9,6	17,0	16,8	7,6
Variación de Existencias como porcentaje PIB	0,4	-0,6	0,1	3,1	2,6	0,2
Exportaciones de bienes y servicios	-5,1	23,9	23,4	19,5	14,9	11,1
Bienes	10,6	34,8	23,8	14,8	11,2	6,9
Servicios	-21,8	20,5	24,7	25,3	22,9	19,3
Importaciones de bienes y servicios	-2,8	19,2	21,0	21,2	15,2	6,2
Bienes	-1,7	22,2	22,2	22,3	19,6	14,6
Servicios	-3,5	11,4	13,9	14,5	12,4	9,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Tras una lenta recuperación, en mayo la tasa de desempleo se ubicó por debajo del valor observado previo a la pandemia, aunque con una menor participación laboral.

En el trimestre móvil finalizado en mayo, la tasa de desempleo fue de 12,0%, menor a la registrada en febrero del 2020, previo al inicio de la pandemia (12,2%). De manera similar, la tasa de subempleo se ubicó en 9,4%, es decir, 2,3 p.p. por debajo del valor registrado en febrero del 2020 (Gráfico 14).

El retorno a los niveles prepandémicos, desde los valores máximos registrados en julio del

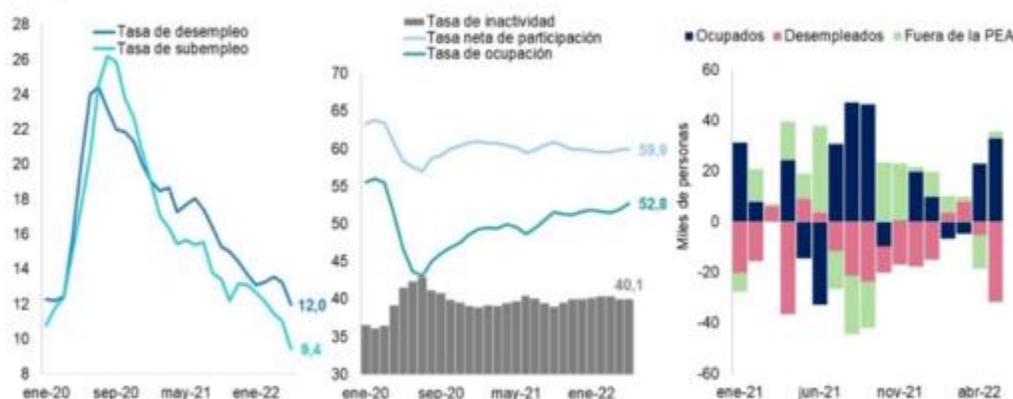
2020, tardó alrededor de 22 meses, periodo en el cual se crearon cerca de 434 mil empleos y la cantidad de desempleados prácticamente se redujo a la mitad. No obstante, la tasa de participación neta se ha estancado¹⁰ (en alrededor del 60% desde octubre del 2020), mientras que la tasa de ocupación se ubicó a mayo último en 52,8%; 3,2 p.p. más que en mayo del año anterior, pero inferior en 3,3 p.p. con respecto al nivel prepandémico.

Conforme a lo anterior, el mercado laboral parece haberse reducido en términos de su participación como resultado de los choques enfrentados desde principios del 2020. Sin embargo, ha mostrado una lenta, pero continua creación de empleo y de reducción de los indicadores de desempleo y subutilización, si bien estos continúan en niveles altos.

La ocupación se ha recuperado más rápidamente en el sector formal y en empleos de alta calificación, aunque se mantiene por debajo del nivel prepandémico. En particular, en mayo la ocupación formal resultó superior en 3,0% con respecto a febrero del 2020, en tanto que el empleo informal aún se mantuvo por debajo de dicho nivel en alrededor de 10 p.p. Por otra parte, el empleo de calificación alta mostró el mayor crecimiento (6,2 p.p. más con respecto al nivel prepandémico) en comparación con los empleos de calificación media y baja, que aún no han recuperado su nivel (Gráfico 15).

Gráfico 14. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes

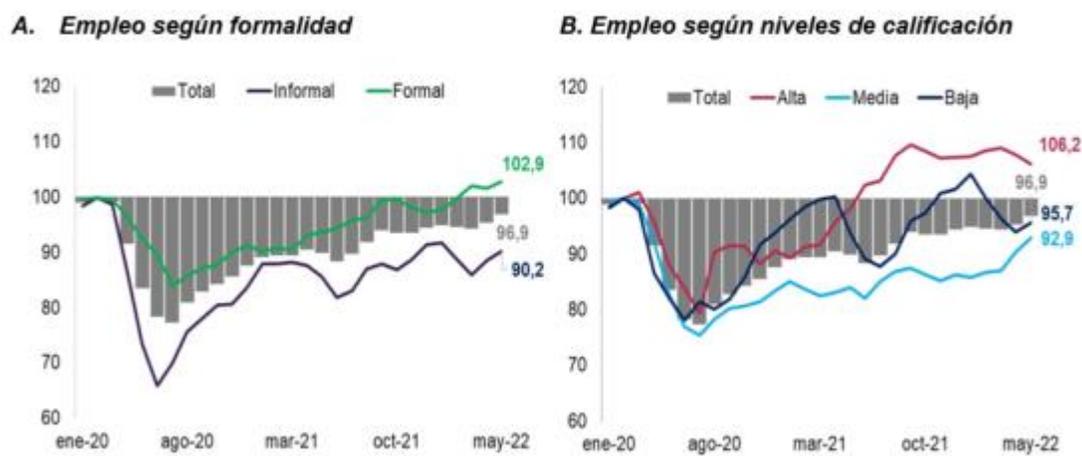


Fuente: BCCR con base en datos del INEC.

¹⁰ La menor participación laboral puede ser reflejo de varios factores, entre ellos el envejecimiento poblacional y el retiro anticipado de algunos trabajadores ante cambios en los sistemas de pensiones, el recargo de labores de cuidado en las mujeres, el retiro de trabajadores de la fuerza laboral ante largos periodos de desempleo, entre otras. Este tema se desarrolla con más detalle en el IPM del mes de abril de 2022. Más detalles [aquí](#).

Gráfico 15. Empleo según formalidad y calificación del grupo ocupacional

Índice feb=2020 = 100



Fuente: BCCR con base en datos del INEC.

Las jornadas laborales se han vuelto más extensas, previsiblemente impulsadas por el teletrabajo y la reducción de los tiempos de transporte.

Aunque la ocupación se ha mantenido al alza en los últimos meses, aún no ha logrado converger a los niveles observados a principios de 2020; pero quienes están ocupados trabajan más horas en promedio. A mayo, se registra un total de 42,7 horas efectivamente trabajadas por semana, mientras que en febrero del 2020 este indicador era de 39,3 horas. Si se compara este dato con el de mayo del 2019 (para evitar diferencias por posibles factores estacionales), el primero es superior en 3,1 horas (Gráfico 16).

Al desagregar a los ocupados según el total de horas efectivamente trabajadas por semanas, se observa que, a mayo del 2022, el 42,5% de los ocupados destinó entre 41 y 50 horas a la semana al trabajo, frente a un 35,4% en igual mes del 2019 (Gráfico 17). Por otra parte, quienes trabajaban 10 horas o menos han tendido a perder peso relativo con respecto al total de ocupados en el mismo periodo (11% en comparación con 6,2%). Además, este comportamiento es más marcado en las mujeres¹¹.

Estos resultados sugieren que: *i)* el incremento en la ocupación parece haberse focalizado en empleos formales y de alta calificación, *ii)* quienes están ocupados se mantienen en sus labores en jornadas más extensas, y *iii)* el aumento en las jornadas laborales permite entender por qué el subempleo ha disminuido más rápidamente que el desempleo y a su vez es posible

¹¹ Por ejemplo, entre mayo del 2019 y mayo de 2022 el peso relativo de las mujeres que trabajan entre 41 y 50 horas pasó de 29,9% a 39,6% (aumento de 9,7 p.p.) mientras que para los hombres el incremento fue de 5,5 p.p. Por otra parte, la proporción de mujeres que trabajan menos de diez horas pasó de 18,0% a 9,7% (disminución de 8,2 p.p.) en tanto que en los hombres hubo una reducción de apenas 2,7 p.p.

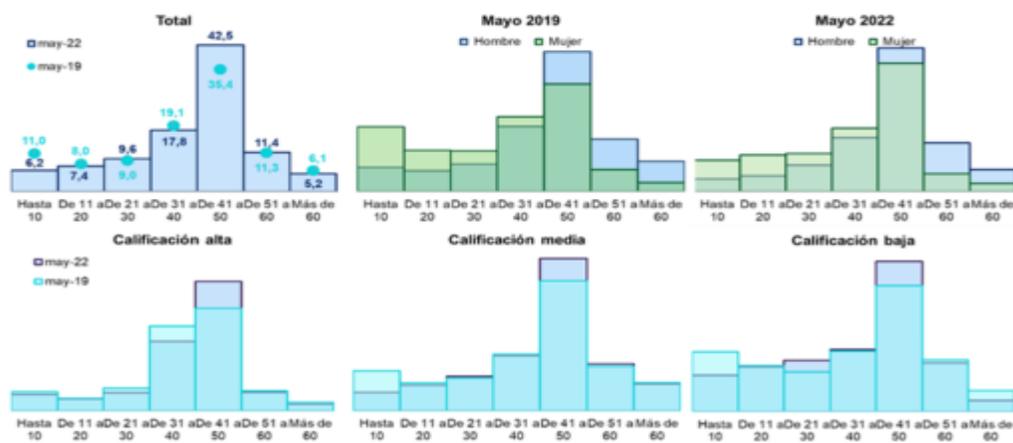
que el aumento en las horas trabajadas tenga algún efecto sobre las decisiones de contratación de las empresas y, por ende, sobre la reducción del desempleo.

Es posible que la implementación del teletrabajo y la inherente reducción en los tiempos de transporte de los trabajadores haya favorecido el incremento en las jornadas laborales. Adicionalmente, es común observar una tendencia a la baja en las horas trabajadas en las economías conforme aumenta su ingreso per cápita, lo que implica que los hogares tienden a depender menos de sus salarios mientras que otras fuentes de ingreso cobran relevancia. Además, a mayor ingreso, menor es la dependencia de destinar horas adicionales al trabajo.

Este ha sido el caso de Costa Rica. Entre 2010 y 2019 hubo una reducción de las horas efectivas trabajadas, pero esta tendencia se revertió durante la segunda mitad del 2020, retornando a jornadas similares a las observadas en el 2016.

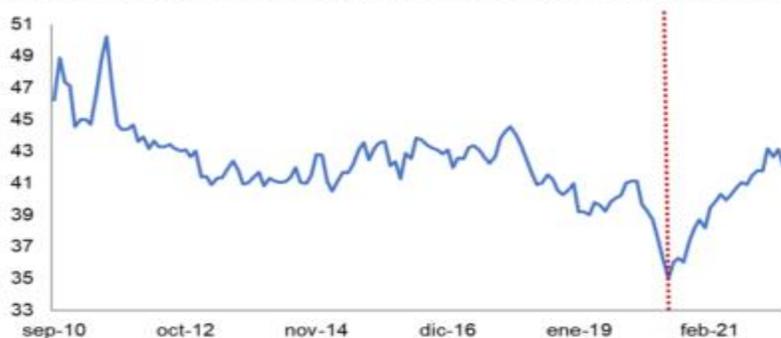
Gráfico 16. Distribución de las horas trabajadas según sexo y calificación del grupo ocupacional

Índice feb=2020 = 100



Fuente: BCCR con base en datos del INEC.

Gráfico 17. Horas efectivamente trabajadas por semana en la ocupación principal.

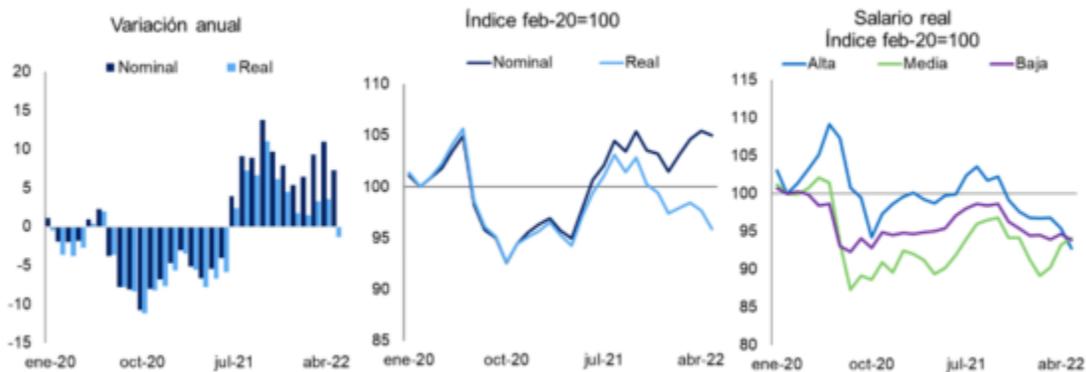


Fuente: BCCR con base en datos del INEC

Los salarios reales han mostrado un deterioro en meses recientes, resultado de las mayores presiones inflacionarias, lo cual tendría efectos negativos sobre la demanda agregada.

Los salarios nominales han mostrado una recuperación con respecto a la contracción experimentada en el 2020. A mayo mostraron un crecimiento interanual de 7,3%; no obstante, la aceleración en la inflación en meses recientes contrajo el salario real en 1,3% en términos interanuales (Gráfico 18).

Gráfico 18. Salario nominal y real total y salario real según nivel de calificación.



Fuente: BCCR con base en datos del INEC

Al comparar el nivel de los salarios nominales a mayo respecto al nivel prepandémico, estos son superiores en 5,0%, mientras que los salarios reales, que habían recuperado el nivel prepandémico en julio del 2021, disminuyeron y a mayo del 2022 se ubicaron 4,1 p.p. por debajo del nivel registrado en febrero del 2020. La caída en los salarios reales es generalizada según nivel de calificación.

La dinámica reciente de los ingresos reales de los trabajadores, aunado al aún alto nivel de desempleo incidirían en el menor dinamismo del consumo privado previsto para los próximos meses.

En el primer semestre del 2022, el deterioro en los términos de intercambio incidió en un aumento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a pesar del buen desempeño de las exportaciones de bienes y servicios.

Como resultado del deterioro en los términos de intercambio provocado por el incremento en el precio de las materias primas importadas, el déficit de la cuenta de bienes aumentó 2,2 p.p. del PIB en el primer semestre del 2022 con respecto al mismo periodo del año anterior (Cuadro 2).

Adicionalmente, durante este lapso se registró una mayor retribución a los factores productivos de no residentes (0,8 p.p. del PIB) debido, primordialmente, al incremento de la

renta de inversión directa, movimientos que fueron parcialmente compensados por el mayor superávit de la cuenta de servicios (1,5 p.p. del PIB).

En este contexto, el valor de las importaciones de bienes aumentó 26,9% en términos interanuales, impulsado tanto por las compras del régimen definitivo (29,5%) como por las de los regímenes especiales (16,2%). En el primer grupo destacaron las compras de hidrocarburos, otras materias primas¹² y bienes de consumo. Particularmente, las compras de hidrocarburos crecieron a una tasa interanual de 95,2%, explicada principalmente por el mayor precio promedio de la mezcla de hidrocarburos (81,3%), aunque la cantidad importada de barriles también aumentó (7,7%).

Por su parte, las exportaciones de bienes crecieron a una tasa interanual de 13% en este mismo período, impulsadas tanto por las empresas adscritas a regímenes especiales (15,6%) como del régimen definitivo (10,1%). En ambos casos sobresa la demanda por productos manufacturados, en particular dispositivos médicos y concentrados para bebidas gaseosas.

La cuenta de servicios fue más superavitaria en 1,5 p.p. del PIB con respecto al primer semestre del 2021, influida por la recuperación en el turismo receptivo, de manera consecuente con la flexibilización global de las medidas sanitarias; no obstante, el país aún no alcanza los flujos de turismo observados previos a la pandemia. Por su parte, el resto de los servicios aumentó en 0,5 p.p. del PIB con respecto a lo observado un año antes, principalmente por el dinamismo de las actividades de apoyo empresarial, telecomunicaciones, informática e información, aunque compensado por el mayor déficit de la cuenta de transportes, producto del aumento tanto en los fletes marítimos (debido a la crisis de contenedores) como en el precio del bunker empleado por los barcos de carga.

El déficit en la cuenta de ingreso primario (3,8% del PIB) superó en 0,8 p.p. del PIB al registrado en el primer semestre del 2021, como resultado de los mayores flujos de dividendos hacia al resto del mundo y utilidades reinvertidas, en particular de la actividad manufacturera. Por su parte, el componente de intereses de la deuda pública externa se mantuvo en valores similares a los registrados un año antes (0,5% del PIB).

Se registró un aumento en los flujos financieros netos hacia el país; no obstante, dichos recursos fueron insuficientes para financiar la brecha negativa de la cuenta corriente.

En el primer semestre del año, el país registró un influjo neto de ahorro externo por el equivalente a 1,0% del PIB (0,8% del PIB un año antes) explicado, principalmente, por el ingreso neto de recursos hacia el sector privado (0,8% del PIB), dado que el sector público obtuvo un financiamiento externo neto de 0,2% del PIB (Cuadro 2).

Como ha sido característico, en el sector privado dominaron los recursos de inversión directa (2,9% del PIB, superior en 0,2 p.p. al registrado un año antes), en mayor medida destinados a la actividad manufacturera de empresas de implementos médicos y de alta tecnología. En

¹² Tales como productos básicos de hierro y acero, aluminio, sustancias químicas, plástico, caucho y trigo.

contraste, el resto del capital privado registró salidas en torno a 2,0% del PIB (1,8% el año previo), canalizados a la adquisición de títulos valores externos (principalmente por parte de las operadoras de pensiones), así como a la constitución de activos y cancelación de pasivos externos realizada por los bancos privados.

Por su parte, el sector público recibió desembolsos de deuda externa por USD 943,1 millones (1,5% del PIB), donde sobresalen los créditos de apoyo presupuestario del Fondo Monetario Internacional (FMI), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por USD 284,5 millones, USD 250,0 millones y USD 270,0 millones respectivamente. Estos flujos fueron parcialmente compensados, en mayor medida, por el pago de amortizaciones del sector público no financiero por USD 536,7 millones y la salida neta de recursos por parte de los bancos públicos por USD 170,7 millones (por constitución de activos y cancelación de pasivos en el exterior).

Durante el primer semestre del 2022, los flujos comerciales y financieros ejercieron, en conjunto, presión al alza sobre el tipo de cambio y conllevaron al uso de activos de reserva por USD 584 millones, con lo cual su saldo al finalizar el semestre se ubicó en USD 6.201 millones, equivalente a 9,6% del PIB. En relación con otras métricas, este saldo de activos de reserva equivale a 2,9 meses de importaciones totales de bienes y servicios (4 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo) y 1,2 veces la deuda externa de corto plazo.

Cuadro 2. Balanza de pagos de Costa Rica
En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	I Semestre		I Semestre	
	2021	2022 ^{1/}	2021	2022 ^{1/}
I Cuenta corriente	-567	-1 459	-0,9	-2,3
A. Bienes	-1 472	-2 874	-2,3	-4,5
Exportaciones FOB	7 240	8 179	11,2	12,7
Importaciones CIF	8 712	11 052	13,5	17,2
Hidrocarburos	685	1 336	1,1	2,1
B. Servicios	2 551	3 554	4,0	5,5
Viajes	399	1 117	0,6	1,7
C. Ingreso Primario	-1 924	-2 428	-3,0	-3,8
Intereses de la deuda pública externa	-357	-328	-0,6	-0,5
Resto del ingreso primario	-1 567	-2 100	-2,4	-3,3
D. Ingreso Secundario	278	289	0,4	0,4
II Cuenta de Capital	9	10	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-558	-1 449	-0,9	-2,3
III Cuenta financiera	-489	-660	-0,8	-1,0
Sector Público	37	-119	0,1	-0,2
Sector Privado	-527	-541	-0,8	-0,8
Pasivos de Inversión Directa	-1 713	-1 836	-2,7	-2,9
IV Activos de Reserva	-69	-584	-0,1	-0,9
Saldo de Activos de Reserva	7 141	6 201	11,1	9,6

^{1/}El primer semestre del 2022 es preliminar
Fuente: Banco Central de Costa Rica

En el primer trimestre del 2022 las finanzas públicas mejoraron como resultado de la recuperación de la actividad económica y la contención del gasto.

Durante el primer trimestre¹³ del 2022 se observó una mejora sostenida en las finanzas públicas, lo cual se manifestó en un mayor superávit primario del Gobierno Central (GC), equivalente a 0,8% del PIB, y un menor déficit financiero (0,8% del PIB) con respecto a igual lapso de un año antes (0,6% y -1,0% respectivamente).

Este comportamiento respondió tanto a la mayor recaudación tributaria, resultado de la recuperación de la actividad económica, como a la desaceleración en el crecimiento del gasto primario (gasto total menos intereses), en forma coherente con la regla fiscal y con las metas convenidas con el FMI. Sin embargo, ese efecto fue compensado por el mayor pago de intereses, que representó alrededor del 51% del aumento en los gastos totales.

No obstante, según informó el Ministerio de Hacienda el pasado 18 de abril, la entidad sufrió un ataque cibernético que afectó sus sistemas informáticos, por ello al momento del presente informe no se dispone de la información estadística de las finanzas públicas del segundo trimestre del 2022. Actualmente, el Ministerio de Hacienda continúa con las labores para restablecer sus sistemas.

En lo que respecta al BCCR, en junio su déficit¹⁴ fue de 0,03% del PIB, inferior en 0,06 p.p. del PIB al observado en igual mes del 2021. Este resultado combinó tanto un aumento en los ingresos como una disminución de los gastos. En el comportamiento de los ingresos destacó: el mayor rendimiento sobre los depósitos en el exterior producto principalmente del alza en las tasas de interés internacionales; el mayor ingreso en las comisiones de compra y venta de divisas y, un mayor ingreso por intereses sobre la facilidad de crédito (ODP, operación diferida a plazo). Por el lado del gasto, destaca la disminución en los intereses sobre las obligaciones en moneda nacional, compensada parcialmente por el aumento en los intereses sobre la Facilidad permanente de depósitos y los gastos administrativos, principalmente los servicios de subcontratación.

Por su parte, según cifras preliminares, en el primer semestre el resto del sector público no financiero reducido¹⁵ acumuló un superávit equivalente a 0,6% del PIB (1,0% en 2021).

A pesar de la mejora en las finanzas públicas, las colocaciones de deuda interna se han realizado a tasas ligeramente mayores a las del 2021.

El Gobierno Central se financió en los primeros seis meses del 2022, en mayor medida, con la colocación neta de bonos deuda interna en el sector privado (1,5% del PIB) y mediante

¹³ Las cifras del Gobierno Central correspondientes al segundo trimestre no están todavía disponibles debido al ataque cibernético del que fue objeto el Ministerio de Hacienda. Sin embargo, según dicha entidad, a la fecha hay avances considerables en el procesamiento de la información.

¹⁴ Según metodología de cuentas monetarias.

¹⁵ Incluye una muestra de seis instituciones del sector público, a saber, CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPS e ICAA.

créditos externos (1,2% del PIB). Se estima que ello llevó a un incremento de 1,3 p.p. en su razón de deuda con respecto a diciembre pasado, hasta alcanzar 69,5% del PIB en junio.

La deuda interna se colocó a tasas de interés ligeramente mayores en relación con diciembre del 2021, pues a pesar de los buenos resultados fiscales y la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones, hubo otros factores, como la incertidumbre por el resultado electoral, el impacto de la guerra en Ucrania y el aumento de la TPM a partir de diciembre del año pasado, que presionaron al alza las tasas de interés ofrecidas por el Gobierno. Como referencia, al comparar las tasas de interés asignadas hasta junio del 2022 en el mercado local con respecto a las de diciembre pasado (o las últimas asignadas en el 2021), el ajuste en todos los plazos en colones fue de entre 51 y 94 p.b. y entre 53 y 78 p.b en moneda extranjera. (Cuadro 3).

Cuadro 3. Tasas de interés asignadas en colocaciones del Gobierno Central
En porcentajes

Plazos	Colones				
	3 años	5 años	7 años	10 años	15 años
Enero	3,38	5,44	6,16	6,52	-
Febrero	-	5,56	6,16	-	-
Marzo	4,05	5,62	6,19	-	-
Abril	4,05	5,71	-	6,86	-
Mayo	-	-	6,80	7,03	-
Junio	-	6,31	7,10	-	7,25
Ajuste acum.	67,00	87,00	94,00	51,00	-

Plazos	Dólares			
	3 años	5 años	7 años	10 años
Enero	-	4,52	-	5,34
Febrero	-	5,10	5,75	6,05
Marzo	4,62	5,22	5,75	6,05
Abril	-	5,21	-	-
Mayo	5,01	5,21	6,05	6,12
Junio	5,16	-	6,28	-
Ajuste acum.	54,00	69,00	53,00	78,00

Fuente: Departamento Atención Deuda, Tesorería Nacional.

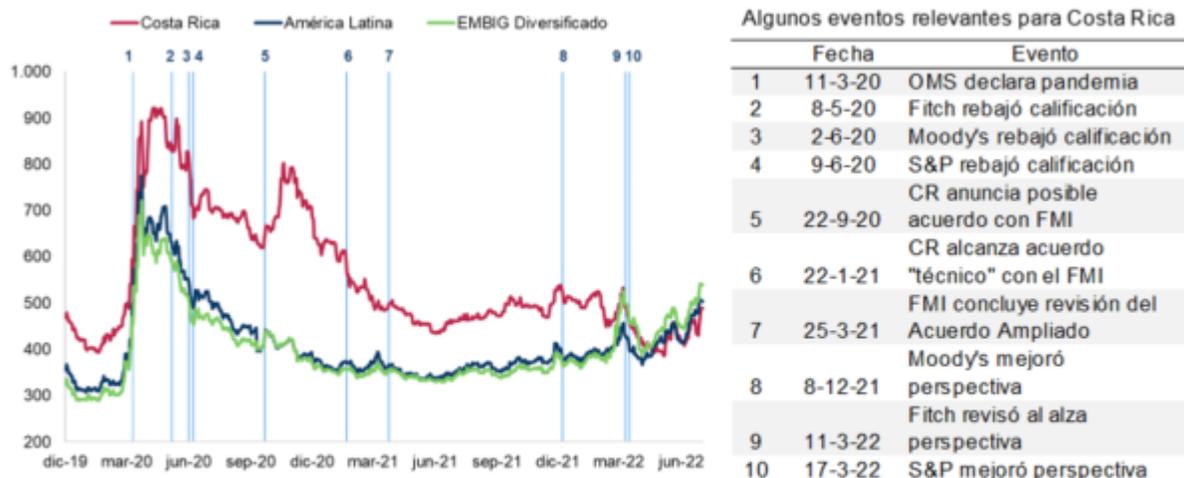
El índice global de mercados emergentes (Embigd) muestra una ligera mejora durante el segundo trimestre del 2022.

El Índice global diversificado de mercados emergentes para Costa Rica (*Embigd*) continuó mostrando una mejora en los niveles de calificación de riesgo soberano del país y con ello logró no sólo cerrar la brecha entre la prima de riesgo exigida a Costa Rica (EMBI CR) y sus pares de América Latina (EMBI LATAM), sino ubicarse en junio del 2022¹⁶ por debajo del EMBI LATAM, con una diferencia de 30,5 puntos (Gráfico 19). Lo anterior responde al

¹⁶ Con datos al 20 de junio, 2022.

proceso de reforma fiscal y a las acciones tendientes a mejorar la gestión de la deuda pública, todo ello en procura de que la razón deuda a PIB retorne a la sostenibilidad de mediano plazo.

Gráfico 19. Índice global diversificado de mercados emergentes (Embigd)¹



¹ El Embigd es un indicador del riesgo país para economías emergentes calculado por JP Morgan. Mide la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares emitidos por países emergentes con respecto al bono del Tesoro de EUA a 10 años. Costa Rica ingresó al Embigd cuando realizó la emisión de títulos de deuda externa a finales de 2012
Fuente: Bloomberg.

Condiciones financieras

Coherente con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, en el segundo trimestre del 2022 continuó la desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios.

La base monetaria disminuyó $\$72.338$ millones en el segundo trimestre del año toda vez que la venta neta de dólares del BCCR en el mercado cambiario¹⁷ más que compensó: la disminución en los depósitos de los intermediarios financieros en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), la caída en el saldo de los bonos de estabilización monetaria (BEM) y depósitos electrónicos a plazo (DEP), el pago de intereses sobre BEM y la reducción de los depósitos del Gobierno en el BCCR.

El crecimiento de los principales agregados monetarios continuó en desaceleración (Cuadro 4). Así, en el segundo trimestre del 2022 el medio circulante amplio, la liquidez total y la riqueza financiera total registraron tasas de variación anual medias de 6,7%, 3,7% y 4,6%, en ese orden, inferiores a las observadas en el trimestre previo (10,4%, 4,7% y 4,9%) y al crecimiento nominal previsto del PIB para el presente año (9,9%).

¹⁷ En el segundo trimestre del 2022 el BCCR efectuó una venta neta de dólares en el mercado cambiario en torno a USD 766,4 millones (USD 84,6 millones en el primer trimestre).

Cuadro 4. Agregados monetarios y crédito al sector privado

Variación interanual promedio en porcentajes

	Medio circulante amplio ¹			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares ²	Total ³	Colones	Dólares ²	Total ³	Colones	Dólares ²	Total ³	Colones	Dólares ²	Total ³
2021												
I trimestre	26,7	23,4	25,5	10,2	9,9	10,1	9,2	6,8	8,5	2,6	-4,4	-0,2
II trimestre	12,3	18,3	14,6	4,6	7,6	5,7	6,8	4,6	6,1	3,4	-4,9	0,1
III trimestre	8,9	19,5	12,8	1,3	9,3	4,2	5,2	5,9	5,4	4,5	-4,8	0,8
IV trimestre	11,5	19,5	14,5	3,2	9,7	5,6	5,2	5,3	5,2	4,7	-2,8	1,8
2022												
I trimestre	5,2	18,9	10,4	1,5	10,1	4,7	5,4	3,9	4,9	5,4	-1,3	2,8
II trimestre	-2,4	20,8	6,7	-1,3	11,7	3,7	4,3	5,2	4,6	7,2	-1,3	3,9

¹Incluye numerario en poder del público y depósitos (en colones y dólares) en cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

² Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (USD).

³ La valoración en colones de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los ahorrantes mostraron una mayor preferencia por los activos denominados en moneda extranjera, como resultado de un premio por ahorrar en moneda nacional que, si bien se ha recuperado, se mantuvo negativo desde inicios del 2021.

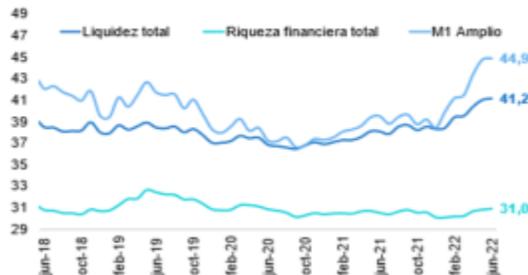
La participación del componente de la moneda extranjera en el medio circulante amplio, la liquidez total y la riqueza financiera total aumentó en 3,4, 1,6 y 0,7 puntos porcentuales, respectivamente, en el segundo trimestre con respecto al trimestre previo (Gráfico 20.A). Asimismo, al incluir la tenencia de activos externos por parte de las operadoras de pensiones en un agregado de riqueza financiera total, se observa un incremento en la participación relativa del componente del ahorro en dólares (de 34,7% en diciembre del 2021 a 35,3% en mayo de 2022¹⁸).

La mayor preferencia de los ahorrantes por activos denominados en moneda extranjera es coherente con la evolución del premio por ahorrar en moneda nacional, el cual, si bien se ha recuperado por el aumento en las tasas de interés pasivas, mantuvo valores negativos desde inicios del 2021 (Gráfico 20.B). Los bajos niveles del premio son resultado, principalmente, de mayores expectativas de variación cambiaria.

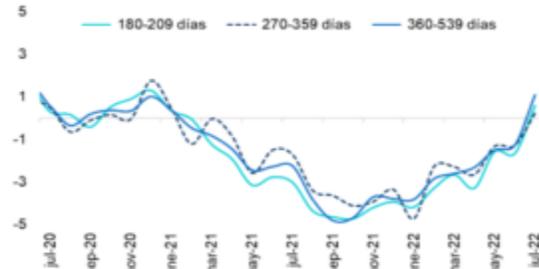
¹⁸ La información de tenencia de activos externos por parte de los fondos de pensión está disponible con dos meses de rezago.

Gráfico 20. Participación de la moneda extranjera en los agregados monetarios (porcentajes) y premio por ahorrar en moneda nacional (puntos porcentuales)

A. Participación de la moneda extranjera



B. Premio por plazo¹



¹Calculado con las expectativas de variación del tipo de cambio estimada a partir de las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, en los mercados primario y secundario locales.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado en moneda nacional continuó al alza.

En línea con la recuperación de la actividad económica y el empleo, el crédito al sector privado continuó en aumento (Gráfico 21). En el segundo trimestre del año en curso creció a una tasa media anual de 3,9% (2,8% en el trimestre previo), variación explicada por el comportamiento del crédito en colones, cuya tasa media fue de 7,2% (contra 5,4% y 4,7% en los dos trimestres previos), mientras que en moneda extranjera se contrajo (1,3%). Con ello siguió el proceso de desdolarización observado desde mediados del año 2016, al punto que la participación de la moneda extranjera dentro del agregado se ubicó en 35,6% al término del segundo trimestre (36,5% tres meses atrás).

Gráfico 21. Crédito al sector privado por moneda¹

Variación interanual en porcentajes



¹Cifras sin efecto cambiario.
CSP: crédito al sector privado; CSP MN: crédito al sector privado en moneda nacional; CSP ME: crédito al sector privado en moneda extranjera.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según fuentes y usos de recursos, en los primeros cinco meses del año el incremento del crédito en colones fue financiado con fondos provenientes de las obligaciones con el público y de la reducción en la tenencia de títulos fiscales (Cuadro 5). Otra parte importante de los recursos se canalizó hacia títulos emitidos en el exterior.

Cuadro 5. Sistema financiero nacional: usos y fuentes de recursos (enero-mayo del 2022)

Flujos en millones de colones

	Fuentes	Usos
Captación	987,801	
Títulos fiscales	262,339	
Otros	405,180	
Activos externos netos		734,184
Crédito al sector privado		921,135
Total	1,655,319	1,655,319

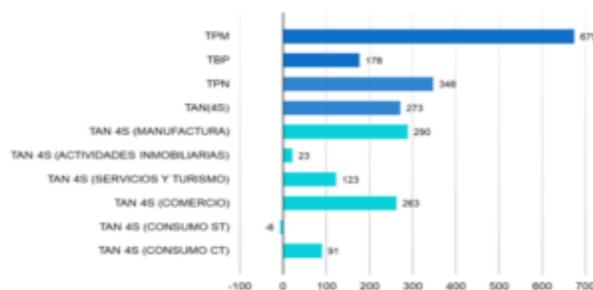
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los ajustes al alza de la TPM se han trasladado parcialmente a las tasas de interés del sistema financiero.

El traslado de los ajustes al alza de la TPM a las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero ha sido gradual¹⁹. Así, del 15 de diciembre del año anterior al 29 de julio del 2022 la TPM ha aumentado en 675 p.b. y en ese mismo periodo la tasa de interés pasiva negociada en colones y la Tasa Básica Pasiva registraron aumentos de 348 y 178 p.b., en su orden, mientras que la tasa de interés activa negociada aumentó en 273 p.b. (Gráfico 22).

Gráfico 22. Tasa de política monetaria, tasa básica pasiva, tasa de interés pasiva y tasas de interés activas por tipo de actividad

Variación entre el 15 de diciembre del 2021 y el 29 de julio del 2022, en porcentajes



TPM: Tasa de política monetaria, TAN tasa activa negociada (promedio móvil de cuatro semanas), TPN: tasa pasiva negociada, TBP: Tasa Básica Pasiva, TAN (CONSUMO ST)= Tasa del consumo sin tarjeta y TAN (CONSUMO CT)= Tasa del consumo con tarjeta.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁹ Según un estudio elaborado por Barquero, J, Loaiza, k. y Mendoza L. (“Microdata Evidence of Incomplete Monetary Policy Transmission in a Non Competitive Banking Sector: The Case of Costa Rica”, abril 2021), el traspaso de los ajustes de la TPM a las tasas de interés del sistema financiero tarda entre seis y siete meses en el caso de las tasas pasivas y seis meses en las tasas activas.

Inflación

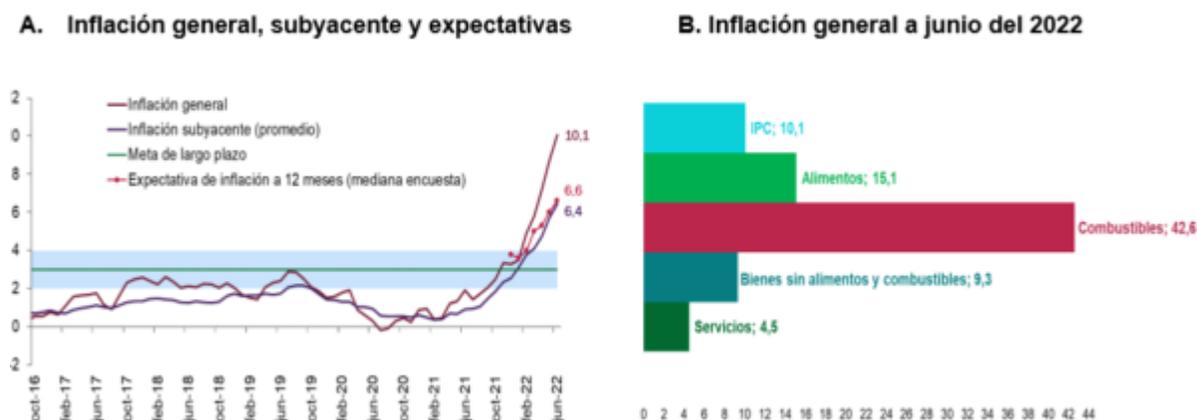
La presión inflacionaria aumentó en el segundo trimestre del 2022, lo cual amplió el desvío de la inflación general y el promedio de indicadores de inflación subyacente con respecto al límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación.

La tendencia al alza de la inflación general y el promedio de los indicadores de inflación subyacente se acentuó en el segundo trimestre del 2022 con respecto al trimestre previo (Gráfico 23.A). En junio las inflaciones general y subyacente aumentaron a 10,1% y 6,4% respectivamente en términos interanuales, desde 5,8% y 4,1%, en igual orden, en marzo pasado. Con este resultado, ambos indicadores continuaron ubicados por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta (3,0% \pm 1 p.p.). En ambos indicadores es la tasa más alta en los últimos 13 años.

La mayor presión inflacionaria responde fundamentalmente al recrudecimiento de la inflación importada, pues a los choques inflacionarios derivados de la emergencia sanitaria por el COVID-19 se añadieron las presiones originadas por la invasión de Rusia a Ucrania y las estrictas medidas de confinamiento impuestas por China en abril y mayo del año en curso para controlar nuevos brotes de la pandemia. Lo anterior llevó a alzas significativas de los precios internacionales de insumos alimenticios y derivados del petróleo que se trasladaron a la inflación local sobre todo en los precios de los alimentos y combustibles, los cuales crecieron en junio a tasas interanuales de 15,1% y 42,6% en el orden indicado y explicaron 37,1% y 18,0%, respectivamente, de la tasa interanual de la inflación general de ese mes (Gráfico 23.B).

Gráfico 23. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

A las presiones inflacionarias externas se le suman a lo interno, un efecto base asociado a la baja inflación registrada en el segundo trimestre del 2021 por los efectos económicos de la pandemia (promedio de 1,5%), el aumento del tipo de cambio y el repunte de la demanda interna, en línea con la disipación gradual de algunas fuerzas desinflacionarias presentes en la economía costarricense desde el 2019 y que se acentuaron en el 2020 por la pandemia. Como referencia, se estima que la brecha de producto negativa (es decir, la diferencia entre el nivel de producción y su potencial) ha tendido a cerrarse por el fuerte ritmo de recuperación económica a partir del segundo semestre del 2021, lo cual reduce la presión a la baja sobre los precios y los salarios.

En línea con lo anterior, tal como se analiza en el Recuadro 1, en la aceleración de la inflación general en lo que va del 2022 se observan dos fenómenos. Por una parte, un aumento en la intensidad del crecimiento de los precios y por otra, una base amplia (naturaleza más general) del crecimiento de esos precios.

Las expectativas inflacionarias también muestran un comportamiento creciente desde febrero del presente año. Según la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía y empresarios realizada en junio pasado, la mediana de este indicador se ubicó en 6,6% y 5,0%, en ese orden, a 12 y 24 meses.

El aumento en los precios de los bienes explica, en mayor medida, la aceleración de la inflación en el segundo trimestre del 2022.

El impacto de la inflación importada se ha manifestado de forma creciente en el precio de los bienes. El incremento promedio de estos fue de 12,2% en el segundo trimestre (7,6% en el trimestre previo), superior en 9,6 p.p. en relación con el de los servicios en igual periodo. Dado lo anterior, alrededor del 82,3% de la inflación general en el primer semestre del año en curso fue explicada por el aporte de la inflación de bienes²⁰ (Gráfico 24). No obstante, es importante señalar que la inflación se ha extendido también, aunque en menor medida, a los servicios, congruente con la flexibilización o eliminación de medidas de restricción sanitaria. En el segundo trimestre los precios de los servicios repuntaron a 3,6%, en tasa interanual promedio, desde 1,6% en el primero (-0,4% en el 2021).

²⁰ La ponderación de los bienes en la canasta del IPC base diciembre del 2020 es de 53%.

Gráfico 24. Inflación general y contribución según bienes y servicios
Variación interanual y aporte en puntos porcentuales



Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

El comportamiento al alza en el precio de los bienes se explica, mayormente, por el incremento en el precio de los alimentos y combustibles.

Luego de que en el 2021 la variación interanual promedio de los precios de los alimentos fue de 2,8%, en el primer semestre del 2022 alcanzó 9,5%, con un 13,1% en el segundo trimestre²¹ (Gráfico 25). En junio, la inflación de alimentos superó en 5,1 p.p. la inflación general y explicó 37,1% del resultado del indicador general.

Los incrementos de precios señalados reflejan en parte los precios altos de los granos básicos en el mercado internacional y el aumento en el tipo de cambio. Según el Índice de precios de materias primas importadas por Costa Rica, el precio de los granos (trigo, maíz, soya y arroz) aumentó en 20,9% en los 12 meses a junio del 2022, mientras que la variación interanual del tipo de cambio en ese periodo fue de 11,0%²². En general, los precios mundiales de los alimentos se aceleraron a partir de la invasión de Rusia a Ucrania en febrero pasado²³.

Por su parte, el precio de los combustibles registró desde marzo del 2021 una acentuada aceleración, con un promedio interanual en ese año de 20,2% (-7,7% en el 2020) y de 37,7% en el segundo trimestre del 2022 (32,4% en el primer semestre). El aumento del precio de los combustibles contribuyó con alrededor de 18,3% de la inflación general al término del segundo trimestre del presente año.

La evolución del precio de los combustibles se asocia en mayor medida con el incremento en los precios de los derivados del petróleo, a lo que se suma la depreciación del colón con respecto al dólar. En este precio, incluido dentro del componente regulado del IPC, la transmisión de las variaciones de los precios de los hidrocarburos que importa el país es

²¹ En el segundo trimestre, los principales aportes al crecimiento del precio de los alimentos provinieron de cereales y productos de cereales (28,8%), de carnes (22,5%) y de productos lácteos y huevos (17,8%).

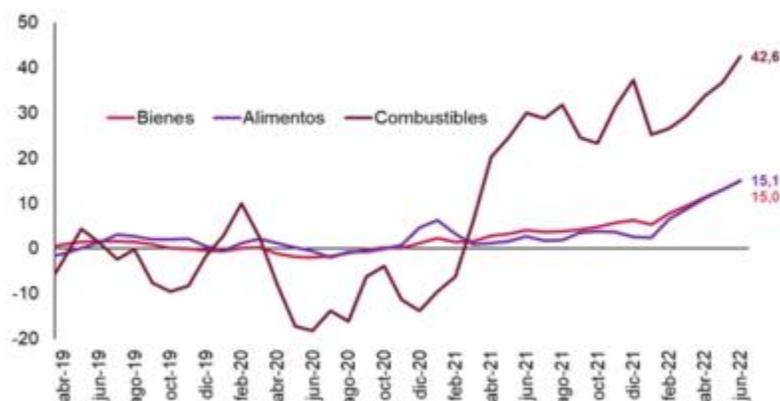
²² Tipo de cambio del dólar de Monex del último día del mes.

²³ El [índice mundial de precios de los alimentos](#) de la Organización para la Alimentación y la Agricultura cayó por tercer mes consecutivo en junio del 2022, aunque se encuentra un 23,1% por encima de su valor de hace un año.

directa, aunque con un rezago de poco más de un mes²⁴. Aunado a lo anterior, los precios de los derivados del petróleo también tienen un impacto indirecto sobre el precio y tarifas de otros componentes regulados de la canasta del IPC, entre ellos el transporte terrestre (autobús y taxi) y el servicio de electricidad²⁵.

Gráfico 25. Inflación de bienes, alimentos y combustibles

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El aumento en el precio de los combustibles determina la mayor inflación del componente regulado del IPC.

Al desagregar la inflación medida con el IPC, según bienes y servicios regulados y no regulados, se observa una fuerte alza en los primeros, y más moderada en los segundos (Gráfico 26). Específicamente, en el segundo trimestre del 2022 el componente regulado registró una variación interanual promedio de 17,7% (11,0% el trimestre previo), influido principalmente por el aumento de 33,3% en el precio local de los combustibles (diésel y gasolinas).

Por su parte, la inflación interanual de los bienes y servicios no regulados pasó de 3,6% en el primer trimestre del año en curso a casi el doble (6,9%) en el segundo, influido por el aumento en el precio de los alimentos ya comentado. Dada su ponderación en la canasta del IPC (15% en diciembre del 2020), explicó un 68,6% de la inflación general de junio del 2022.

²⁴ Según la “Metodología tarifaria ordinaria y extraordinaria para fijar el precio de los combustibles derivados de los hidrocarburos en terminales de poliducto para almacenamiento y ventas, terminales de venta en aeropuertos y al consumidor final”, aprobada por la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (Resolución RE-0024-JD-2022).

²⁵ La metodología de ajuste en la tarifa de electricidad, de aplicación trimestral, reconoce el costo en que incurren los proveedores de servicios de electricidad al generar electricidad con diésel y búnker, el cual es denominado “costo variable por combustible”. Debido a su contribución al costo del transporte, los precios de los combustibles también se transmiten a los de muchos otros bienes y servicios en la economía.

Gráfico 26. Inflación general y por componentes regulado y no regulado
Variación interanual, en porcentajes



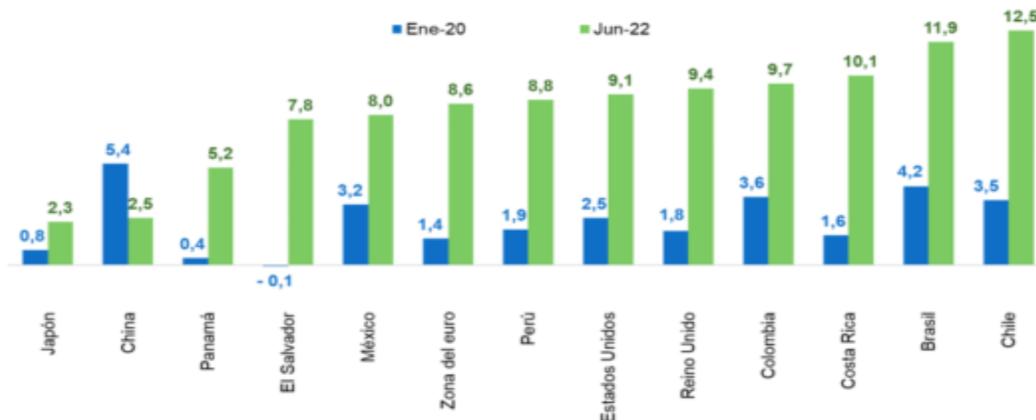
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La creciente presión inflacionaria es un fenómeno global con la excepción, hasta el momento, de algunos países asiáticos.

Tal como se señaló en la sección de economía internacional de este Informe, la mayor presión inflacionaria está presente tanto en economías avanzadas como emergentes. Particularmente, América Latina enfrenta una de las inflaciones más persistentes del mundo, con crecimientos de precios que superaron los objetivos de los bancos centrales en el 2021 y en lo transcurrido del presente, pese a que países como Brasil y México comenzaron a elevar sus tasas de interés el año pasado, mucho antes que el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Costa Rica no ha estado exenta de esa realidad. A junio del 2022, la inflación local fue una de las más altas entre las economías latinoamericanas con metas de inflación, solo superada por Brasil y Chile (Gráfico 27). Asimismo, superó en 1 p.p. al resultado de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial.

Gráfico 27. Inflación en algunas economías seleccionadas
Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Institutos de Estadísticas y Banco Centrales.

Los precios al productor de la manufactura continuaron con tendencia al alza y en tasas de dos dígitos en el segundo trimestre del 2022.

Desde agosto del 2021 la inflación interanual al productor, medida con el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN), se ubicó en tasas de dos dígitos (Gráfico 28A). Particularmente, en el segundo trimestre del año en curso la variación promedio fue de 16,6%, superior al promedio de los primeros tres meses del año (14,7%). Este comportamiento ha sido impulsado por el alto precio de las materias primas importadas, las disrupciones globales en las cadenas de suministro, los aumentos en el precio de los fletes y por algunas presiones internas de precios, especialmente originadas en el incremento acumulado del tipo de cambio.

La tendencia alcista de la inflación al productor desde el cuarto trimestre del 2020 ha sido liderada por el comportamiento de los bienes no alimenticios, aunque desde enero pasado los alimenticios presentan tasas de dos dígitos (19,1% y 16,3%, respectivamente en junio del 2022). En los primeros, el comportamiento fue explicado por los precios de los productos de papel, hierro y acero y de plástico, que en forma agregada aportaron 20,5% al crecimiento del IPP-MAN entre abril y junio del 2022. En el caso del componente alimenticio, la mayor contribución provino de las carnes y aceites de origen vegetal, así como los productos de molinería, azúcar y café, que en conjunto contribuyeron con un 20,3% en igual periodo.

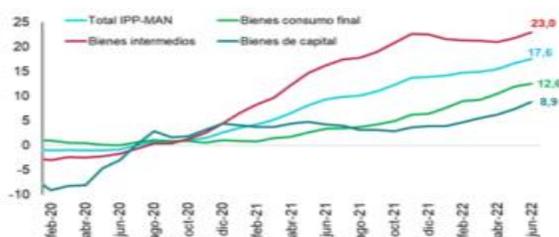
Por otra parte, al considerar el IPP-MAN por tipo de bien para el mercado interno, el componente con mayor variación ha sido el de bienes intermedios (Gráfico 28.B). Sin embargo, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que es el que podría tener mayor incidencia sobre los precios al consumidor en el corto plazo, también ha mostrado una aceleración importante, desde un 8,7% en los primeros tres meses del año en curso a un 11,7% en los siguientes tres (el valor de junio de 12,6% superó en 6,1 p.p. al de diciembre del 2021). El traslado del aumento de los precios al productor hacia los precios al consumidor puede ser mayor en la medida en que mejore el consumo de los hogares, los márgenes de comercialización se recuperen y los excesos de inventarios, elementos que influyen en la causalidad de precios mayoristas a minoristas.

Gráfico 28. Inflación al productor de la manufactura
Variación interanual, en porcentajes

A. Relación con el IPC



B. Composición por tipo de bien



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 1. Inflación actual en Costa Rica: más intensa y de base amplia.

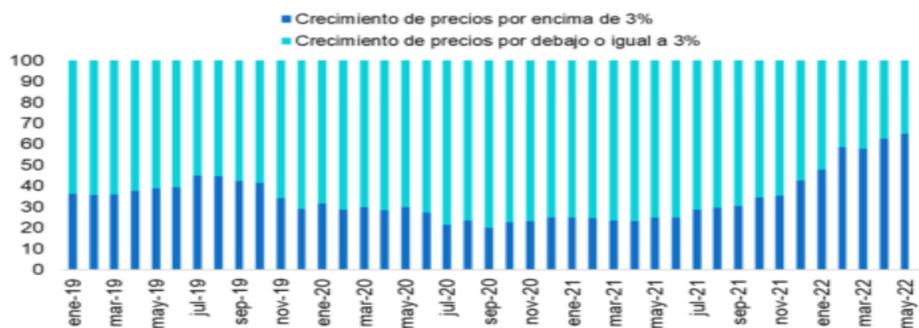
En lo transcurrido del 2022 se ha intensificado la tendencia al alza de la inflación (medida con la variación interanual del IPC), manifiesta desde el segundo trimestre del 2021. Desde febrero pasado este indicador superó el límite superior del rango de tolerancia de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.) y en junio ascendió a $10,1\%$, la tasa más alta desde mayo del 2009.

Este recuadro muestra el comportamiento de la inflación entre el 2019, año previo a la pandemia del COVID-19, y junio del 2022. En general, se observa que la notable aceleración de la inflación en este lapso se caracteriza por: a) una mayor intensidad del crecimiento de los precios en los artículos de la canasta del IPC y b) una base amplia (naturaleza más general) del aumento en dichos precios.

En el 2019 y el 2020, la presencia de fuerzas desinflacionarias en la economía local (entre ellas, una brecha negativa del producto y alta tasa de desempleo), reforzadas a partir del segundo trimestre del 2020 por factores asociados a la pandemia, como la baja inflación mundial, la caída de la demanda agregada y el deterioro del mercado laboral, situaron la inflación por debajo del rango de tolerancia para la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.) en la mayor parte de esos años. Por el contrario, a partir del segundo trimestre del 2021 la inflación se aceleró gradualmente debido a la presencia de efectos base, la disipación de algunas presiones desinflacionarias y la creciente inflación internacional. Esta tendencia al alza de la inflación se ha agudizado en el 2022, pues a los anteriores factores se añadió el marcado aumento en los precios de los bienes importados luego de la invasión de Rusia a Ucrania.

Seguidamente se presentan algunos indicadores que permiten analizar la dinámica de la inflación, en cuanto a su amplitud y generalización. Como muestra el Gráfico 1.1, en el año previo a la pandemia alrededor del 62% de los bienes y servicios de la canasta del IPC presentó un crecimiento de precios por debajo o igual al 3%. La pandemia profundizó dicho comportamiento en los siguientes dos años, pues pese al aumento del ritmo inflacionario en el 2021, la proporción de la canasta de consumo con variaciones de precios inferiores o igual al 3% alcanzó un 73%. No obstante, en el 2022 (a junio) esta proporción cayó al 40%.

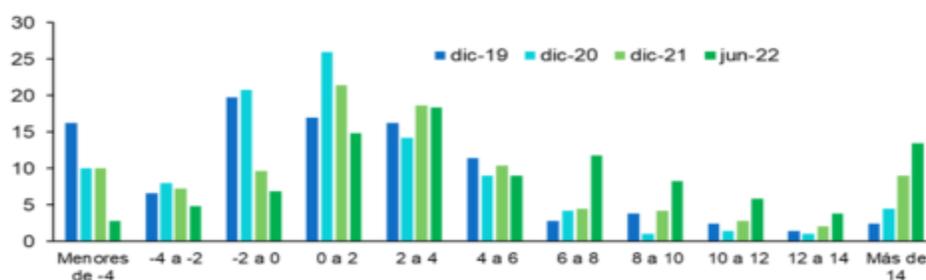
Gráfico 1.1 Proporción de la canasta del IPC con ajustes interanuales de precios mayores e inferiores o iguales a 3%



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Un mayor detalle de la distribución de los crecimientos interanuales de los precios de los bienes y servicios de la canasta del IPC para el lapso en cuestión se presenta en el Gráfico 1.2. Mientras en diciembre del 2019 el 76% de los precios aumentaron a tasas menores a 4% (219 de los 289 artículos que conforman la canasta del IPC), un año después ese porcentaje aumentó a 79% (228 artículos) y disminuyó a 67% (194 artículos) en diciembre del 2021 y a un 48% (138 artículos) en junio del 2022, destacándose que a este último mes alrededor de un 23% de los rubros del IPC registraron variaciones interanuales superiores al 10%. Es decir, entre diciembre del 2019 y junio del año en curso, la mayoría de las tasas de crecimiento registraron valores más altos. Por lo tanto, la aceleración de la inflación observada en meses recientes es de base amplia.

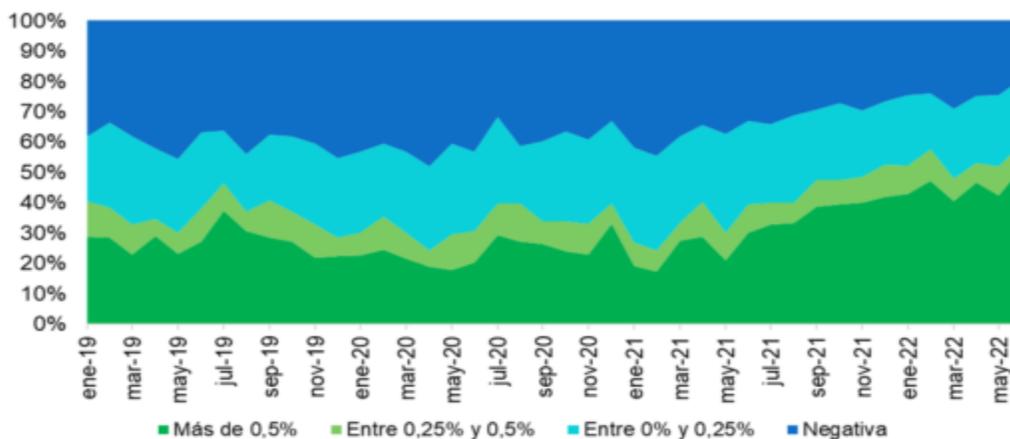
Gráfico 1.2 Distribución porcentual de la variación interanual de precios por rangos (en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

El Gráfico 1.3 muestra la distribución de la inflación mensual de la canasta del IPC. Entre enero del 2019 y mayo del 2021 cerca de una cuarta parte de los precios presentó ajustes mensuales superiores a 0,5%; en los siguientes 13 meses se observó una marcada generalización de incrementos de precios con una alta intensidad de ajustes al punto que, en promedio, 41% de los precios registraron crecimientos mensuales superiores a 0,5%.

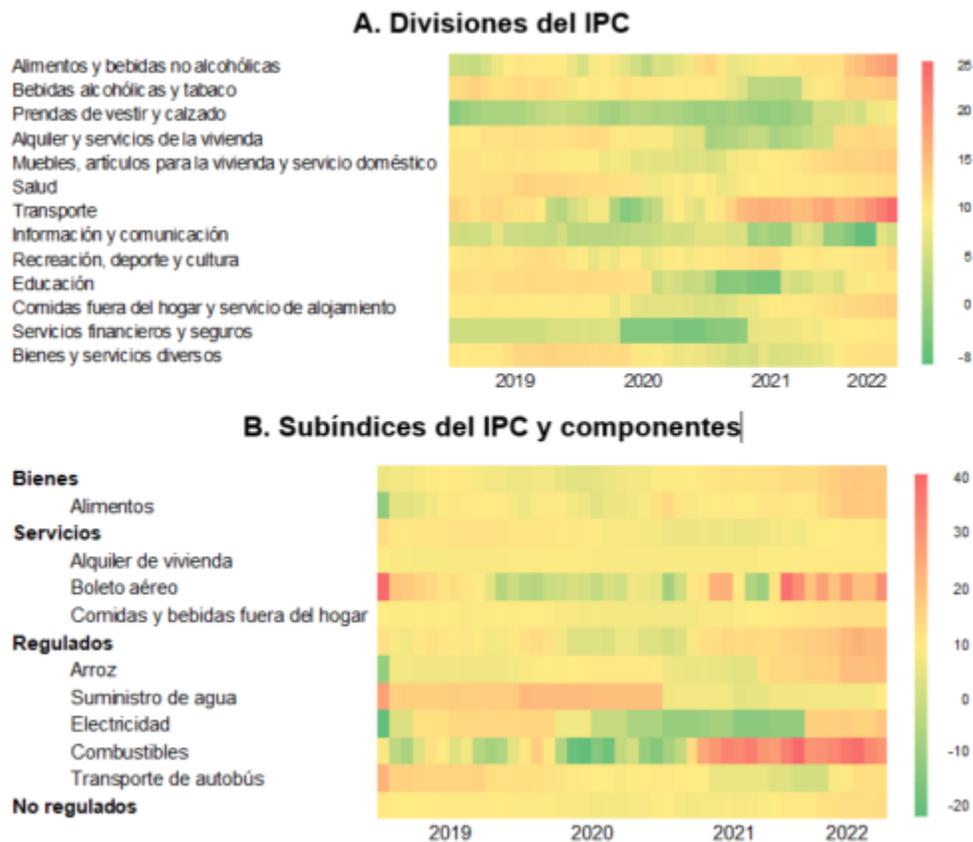
Gráfico 1.3 Distribución de la variación mensual de precios por rangos



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Como se aprecia en el Gráfico 1.4 (mapa de calor, en donde la escala de colores indica la intensidad de la inflación interanual), la inflación aumentó en la mayoría de las divisiones del IPC, en especial en la de transporte y alimentos y bebidas no alcohólicas en el 2022. Por subíndices la mayor inflación se focaliza en bienes (sobre todo en alimentos) y en el componente regulado, donde destacan los combustibles.

Gráfico 1.4 Evolución de la inflación interanual en porcentaje (2019-junio 2022)



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Del análisis de los indicadores de propagación de la inflación se infiere que la fuerte aceleración de la inflación en meses recientes, que alcanzó en junio una tasa no observada en los últimos 13 años, es más intensa y de base amplia. Esta dinámica de la inflación tiene el potencial de impulsar las expectativas de inflación, lo que hace más difícil para el Banco Central restaurar la estabilidad de precios.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

Desde mediados del 2020 y durante la mayor parte del 2021, el BCCR mantuvo la TPM en un valor de 0,75%, su mínimo histórico. Sin embargo, a partir de diciembre del año pasado inició un proceso de aumento gradual de dicho indicador con la intención de mantener la tasa

de inflación en el mediano plazo dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta. Esta medida se ha complementado con otras acciones restrictivas, como el aumento del encaje mínimo legal (EML) aprobado recientemente.

Esta última medida reforzará la tendencia decreciente que ha mostrado la liquidez del sistema financiero en el presente año y, por tanto, contribuirá a mitigar las presiones inflacionarias.

En lo que respecta a la política cambiaria, ante las presiones que ha enfrentado el mercado cambiario en lo transcurrido del 2022, el BCCR intensificó sus operaciones de estabilización y anunció medidas para mejorar el funcionamiento de dicho mercado.

2.1 Tasa de política monetaria

Desde diciembre del 2021 hasta julio del presente año, la TPM ha aumentado en cinco ocasiones, por un acumulado de 475 p.b.

La TPM es el instrumento utilizado por el BCCR para señalar el tono de la política monetaria. Desde mediados de junio del 2020, dicho indicador se mantuvo en 0,75%, su mínimo histórico, luego de haber disminuido en 450 p.b. entre marzo del 2019 y el primer semestre del 2020. Sin embargo, a partir de diciembre del 2021 la Junta Directiva inició un proceso de aumento gradual de la TPM (ese mes de 50 p.b. y 625 p.b. en lo que va del 2022) para ubicarla en julio en 7,5%.

Los dos ajustes más recientes de la TPM se efectuaron el 15 de junio, por 150 p.b. y el 27 de julio, por 200 p.b. En ambas ocasiones, la Junta Directiva reiteró su compromiso con el control de la inflación e indicó que, con ese propósito, considera necesario continuar con el proceso de incrementos graduales y ordenados de la TPM, hasta ubicarla en una posición neutral²⁶. Las principales consideraciones que justificaron estos incrementos en la TPM fueron:

- a) El aumento de la presión inflacionaria mundial y, en particular, la de nuestros principales socios comerciales.
- b) La senda creciente que muestran tanto la inflación local como las expectativas inflacionarias.
- c) La existencia de factores que introducen riesgos de una inflación más duradera; entre ellos, la posibilidad de que el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania se prolongue por mucho tiempo y el riesgo de que la transmisión hacia el IPC del aumento en los precios al productor de la manufactura se acentúe conforme se agote la holgura en la capacidad de producción.
- d) Los modelos de proyección del BCCR indican que la inflación general se mantendría para lo que resta del 2022 y en el 2023 por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación de mediano plazo por lo cual amerita

²⁶ La tasa de interés neutral corresponde al nivel de la tasa de interés compatible con la ausencia de presiones inflacionarias o desinflacionarias y con expectativas de inflación que convergen a la meta.

reforzar las medidas tendientes a controlar la inflación y a mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

- e) El desempeño positivo estimado para la actividad económica, pese a su desaceleración.

2.2 Encaje mínimo legal

Como medida complementaria al aumento en la TPM, la Junta Directiva del BCCR dispuso incrementar en forma gradual el requerimiento de encaje mínimo legal en moneda nacional a partir de la primera quincena de julio del año en curso.

La tasa de encaje mínimo legal (EML) es un porcentaje de los depósitos y captaciones que deben mantener depositado en el Banco Central los intermediarios financieros regulados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef). Por consiguiente, las modificaciones a dicho porcentaje afectan la disponibilidad de liquidez en la economía.

En la sesión del pasado 15 de junio, la Junta Directiva acordó aumentar de manera gradual la tasa de EML para los depósitos y obligaciones en moneda nacional, para llevarla de 12,0% a 13,5% en la primera quincena de julio del 2022, y a 15,0% a partir de la segunda quincena de julio del 2022²⁷. Además, consecuente con lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley Orgánica del BCCR, aumentó de 12,0% a 15,0% el porcentaje de (RL) en moneda nacional para las cooperativas de ahorro y crédito y las asociaciones solidaristas, entidades exentas del encaje mínimo legal. Este aumento también será gradual: aplicará 13,5% en julio del 2022 y 15,0% a partir de agosto del presente año.

Con esta medida, se trata de evitar que los excesos de liquidez que muestran los intermediarios financieros exacerben las presiones inflacionarias. Además, la reducción de estos excedentes favorece la transmisión de la política monetaria, ya que el BCCR refuerza su poder como oferente de recursos para guiar las tasas de interés en los mercados de dinero y con ello mejorar este mecanismo de transmisión.

Previamente, el 28 de abril de este año, la Junta Directiva envió en consulta pública una propuesta para aplicar, en forma gradual, el EML a las cooperativas de ahorro y crédito, las cuales están exentas de ese requerimiento desde octubre de 1997²⁸ y, en su lugar, mantienen una reserva de liquidez en igual porcentaje que el EML. Con ello busca reducir las distorsiones que la aplicación de la reserva de liquidez introduce entre los intermediarios financieros y en los mercados de deuda²⁹.

27 Con este aumento, se igualan los porcentajes aplicados para operaciones en moneda nacional y extranjera. Cabe indicar que, según lo establecido en las Regulaciones de Política Monetaria, las entidades sujetas al EML y a la reserva de liquidez deben cumplir ese requerimiento con un rezago de dos quincenas y un mes, en ese orden; razón por la cual el efecto contractivo de esta medida empezará a reflejarse hasta en agosto de este año.

28 El artículo 117 de la LOBCCR faculta a la Junta Directiva a eximir del EML a las cooperativas de ahorro y crédito y asociaciones solidaristas, considerandos aspectos como el tamaño de sus activos, el número de asociados o si realizan operaciones con un grupo cerrado de asociados.

29 En esta decisión, la Junta Directiva también tomó en consideración el aumento en la participación de estas entidades dentro del total de activos del sistema financiero, que pasó de 3,5% en octubre de 1997 a 10,4% en diciembre del 2021.

Dado que, según las Regulaciones de Política Monetaria, esas entidades deben mantener la reserva de liquidez en moneda nacional invertida en instrumentos del BCCR, la aplicación de esta medida no tendría un efecto contractivo inmediato, pero sí implicaría una recomposición de pasivos con costo financiero a pasivos sin costo lo cual contribuiría a reducir el gasto financiero de la Institución por el pago de intereses.

Actualmente el BCCR analiza las observaciones recibidas del medio financiero sobre dicha propuesta y en las próximas semanas resolverá la aplicación de la medida.

2.3 Gestión de la liquidez

En línea con el tono más restrictivo de la política monetaria, a partir de abril del presente año la liquidez del sistema financiero empezó a disminuir.

En lo transcurrido del 2022, la liquidez disponible en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), medida mediante la participación del BCCR en ese mercado, mostró tres fases claramente diferenciadas. En la primera parte del año y hasta el 7 de abril, aunque registró variaciones significativas, se mantuvo en niveles holgados, comparables a los observados en los dos años previos, con un monto promedio de ¢641.573 millones (Gráfico 29). Durante este período destacó la baja renovación parcial de los vencimientos de deuda estandarizada (el saldo de BEM disminuyó en ¢90.975 millones) y el pago de intereses (¢37.308 millones) por parte del BCCR.

Del 8 de abril al 31 de mayo, la liquidez empezó a disminuir de manera considerable, ubicándose en un monto promedio de ¢441.101 millones, debido en gran medida a la contracción monetaria asociada a la venta de divisas al sector público, para efectuar pagos al exterior y para reconvertir deuda de moneda extranjera a nacional, así como a las operadoras de pensiones³⁰. Por esta vía se contrajo alrededor de ¢309.461 millones; no obstante, este efecto fue parcialmente compensado entre otras cosas por los vencimientos netos de BEM, producto de lo cual su saldo disminuyó en ¢61.783 millones.

Luego de la última fecha indicada, la liquidez disponible se contrajo aún más, de manera que el monto promedio registrado hasta el 10 de julio fue de ¢224.261 millones, también propiciado por la venta de divisas, con lo que se contrajo aproximadamente ¢142.800 millones, pero ya no solo para atención de requerimientos del sector público, sino también por fines de estabilización del tipo de cambio (34% de las ventas totales³¹).

La condición menos holgada de liquidez del sistema financiero nacional a partir de abril se manifiesta también en el encaje excedente de los intermediarios financieros. Así, mientras que en el primer trimestre del presente año estos entes mantuvieron depósitos por concepto

30 En este caso el efecto contractivo es indirecto. Los requerimientos de moneda extranjera por parte de las operadoras de pensiones redujeron la disponibilidad de divisas del sector privado, lo cual limitó la posibilidad del BCCR de restituir las divisas vendidas al sector público.

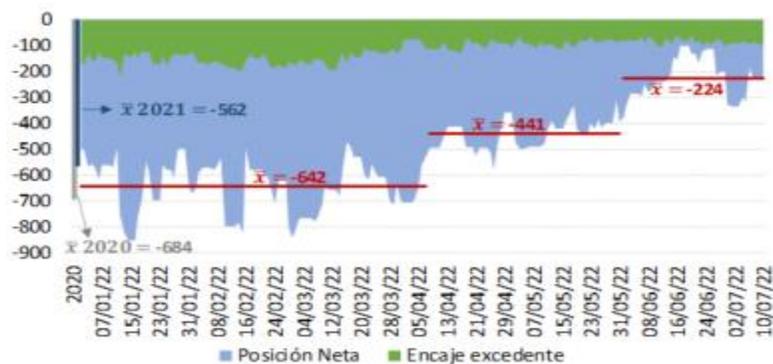
31 En el primer y segundo períodos indicados las ventas por estabilización representaron 0,4% y 2,5%, respectivamente.

de encaje excedente por un monto promedio diario de ¢154 mil millones, en el segundo trimestre dicho monto se redujo a ¢90 mil millones.

Es de esperar que en el corto plazo la liquidez disminuya aún más una vez que sea efectiva la esterilización monetaria atribuible al aumento del encaje mínimo legal antes comentado. El efecto de este incremento se verá a partir de la primera quincena de agosto y se podría evidenciar tanto en el monto de recursos negociados en el MIL como en la disminución del encaje excedente mantenido por los intermediarios sujetos a este requisito.

Gráfico 29. Posición neta del BCCR en el MIL

Miles de millones de colones



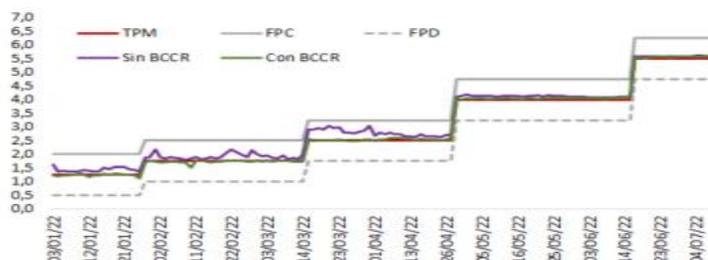
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Conforme ha disminuido la liquidez disponible en el MIL, también se ha reducido la brecha entre las tasas de interés negociadas por los participantes en este mercado a un día plazo (excluyendo las operaciones del BCCR) y la TPM.

Siguiendo la separación de períodos indicados antes, esta brecha pasó de 22 p.b. a 14 p.b. y finalmente, a 9 p.b. en el último período. Este comportamiento se asocia con el hecho de que conforme disminuyó la liquidez, aumentó la cantidad de recursos negociados entre los intermediarios (sin considerar las negociaciones en que el BCCR es contraparte) y la participación de intermediarios con posición deudora neta en el MIL, algunos de los cuales negocian a tasas de interés relativamente bajas (Gráfico 30).

Gráfico 30. Tasas de interés a un día plazo en el MIL

Porcentajes



TPM: Tasa de política monetaria; FPC: facilidad permanente de depósito; FPC: facilidad permanente de crédito.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las condiciones de liquidez no han requerido la participación del BCCR en los mercados de recompra, secundario y en el MIL en moneda extranjera.

En el 2022 el BCCR ha tenido poca participación en los mercados administrados por la Bolsa Nacional de Valores (recompras y secundario). De hecho, en el único que ha participado es en el secundario comprando títulos propios por $\text{¢}426$ millones en valor facial.

No obstante, estuvo presente en la captación en las subastas de depósitos de corto plazo en dólares en el MIL desde diciembre del año anterior y en junio del presente año retomó su colocación de BEM denominados en dólares. Al 10 de julio del año en curso el saldo de lo captado por el primer mecanismo fue de $\text{USD } 60$ millones y en esas subastas solo participaron bancos comerciales, con colocaciones a 14 y 28 días plazo. Por su parte, mediante BEM captó un monto, en valor transado, de $\text{USD } 23,3$ millones. Esta captación de divisas responde al objetivo de fortalecer la posición de RIN y ofrecer instrumentos de ahorro adicional.

2.4 Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario

Las presiones en el mercado cambiario se intensificaron durante el segundo trimestre del 2022, debido al aumento en la demanda de divisas.

Aunque en el primer semestre del 2022 la oferta de divisas del público fue mayor en comparación con los tres años previos, el mercado cambiario ha enfrentado presiones que propiciaron un comportamiento al alza más acentuado en el tipo de cambio, especialmente en el segundo trimestre cuando, por razones de estacionalidad, la disponibilidad de divisas suele ser menor³².

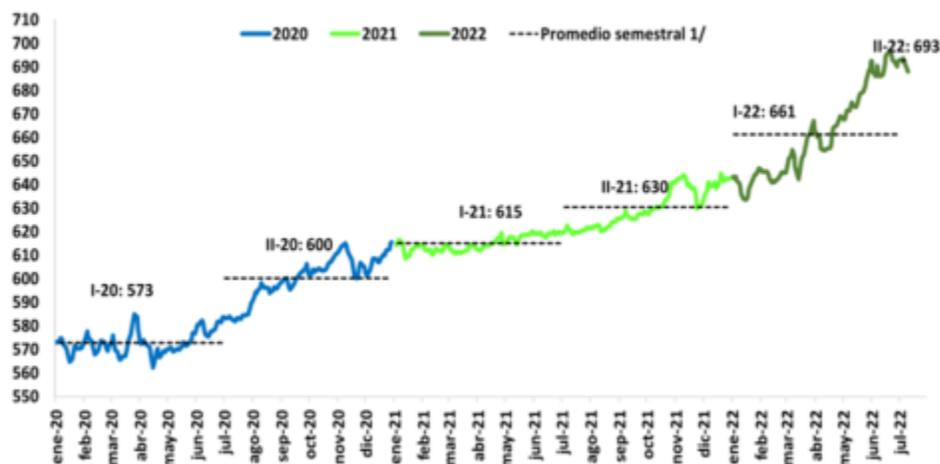
La mayor presión en el mercado cambiario se empezó a observar a mediados de mayo y continuó en los meses posteriores. El pasado 12 de julio el tipo de cambio promedio ponderado en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) fue de $\text{¢}687,65$ (Gráfico 31), lo cual significa una variación interanual de 10,9% y acumulada de 7,1% (6,4% y 0,8% respectivamente en igual fecha del 2021).

El aumento en el tipo de cambio ha estado acompañado de una mayor volatilidad, manifiesta en un coeficiente de variación de 1,90% en el segundo trimestre del 2022, mayor que el correspondiente al primer trimestre de este año (1,17%).

Los intermediarios cambiarios amortiguaron en parte las presiones en el mercado cambiario mediante la desacumulación de posición en moneda extranjera (PME). Entre inicios de enero y el 11 de julio del presente año la PME disminuyó en $\text{USD } 65,1$ millones.

³² La oferta promedio diaria de divisas pasó de $\text{USD } 93,5$ millones en el primer trimestre del presente año a $\text{USD } 92,6$ millones en el segundo en tanto que, en igual comparación temporal, el promedio diario de la demanda de divisas pasó de $\text{USD } 80,6$ millones a $\text{USD } 87,6$ millones.

Gráfico 31. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por dólar estadounidense



¹ El promedio del segundo semestre del 2022 considera datos al 12 de julio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las presiones en el mercado cambiario se explican por la mayor demanda de divisas, principalmente para atender la factura petrolera, así como el aumento en la demanda por parte de las operadoras de fondos de pensión. Además, han influido la dolarización del ahorro y la colonización del crédito al sector privado comentadas previamente en este informe.

Los incrementos en los precios internacionales de las materias primas y los efectos de los problemas en las cadenas globales de suministro sobre los costos de transporte de mercancías han llevado a un aumento en el valor de las importaciones. Particularmente, en el primer semestre del 2022 la factura petrolera fue de *USD* 1.336,3 millones, que se compara con *USD* 684,6 millones un año atrás, impulsada por el aumento acumulado, con respecto a diciembre del 2021, de 81,3% en el precio del barril y 7,7% en el volumen importado.

Por su parte, la mayor demanda de divisas de las operadoras de pensiones es un fenómeno presente desde el 2015, cuando dichas entidades empezaron a aumentar la participación de los activos denominados en dólares dentro de su cartera de inversiones en procura de una mayor diversificación. No obstante, este proceso se aceleró a partir del 2019, con el cambio normativo que facilitó la ampliación del límite permitido para la participación de emisiones extranjeras, de 25% a 50% (Recuadro 2). Entre el 2018 y el 2022 (a mayo), el saldo de los activos emitidos por no residentes, administrados por las operadoras de pensiones complementarias, aumentó en *USD* 3.167 millones.

Ante la mayor demanda de divisas, el BCCR ha tenido dificultades para restituir las divisas vendidas al sector público no bancario (SPNB).

Bajo un régimen cambiario de flotación administrada, y al amparo de lo dispuesto en su Ley Orgánica, el Banco Central actúa en el mercado cambiario con tres propósitos: a) para gestionar los requerimientos de divisas del SPNB, b) para acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio, pero no cambiar la tendencia de este macroprecio (a estas intervenciones les denomina operaciones de estabilización), y c) para atender sus requerimientos de divisas, durante programas de expansión de reservas.

En el caso del SPNB, el BCCR atiende los requerimientos de divisas de dicho sector con sus reservas internacionales y las restituye posteriormente mediante compras en el Monex. Sin embargo, al igual que en el año anterior, en el presente las condiciones del mercado cambiario no han permitido restituir todas las divisas vendidas para satisfacer la mayor demanda del SPNB.

Al 11 de julio del 2022, el requerimiento neto del SPNB ascendió a *USD* 2.038,9 millones (*USD* 1.858,5 millones en igual periodo del 2021). Esta demanda fue motivada por la necesidad de atender la factura petrolera y realizar pagos de deuda.

Para restituir estas divisas, el BCCR compró en el Monex un total de *USD* 1.414,4 millones, por lo cual quedó un faltante de *USD* 624,5 millones que hasta el 11 de julio no se había podido restituir. Este hecho, junto con otros movimientos de divisas como las operaciones de estabilización efectuadas por el BCCR, que se comentan en el siguiente apartado, llevaron a una reducción de las RIN en el periodo en comentario. Así, al 11 de julio, el saldo de las RIN fue de *USD* 6.080,8 millones, equivalentes a 9,2% del PIB³³, e inferior en *USD* 837,4 millones con respecto al monto registrado a finales del 2021.

En el entorno que ha caracterizado al mercado cambiario en lo transcurrido del 2022, el BCCR intensificó sus operaciones de estabilización y anunció medidas para mejorar el funcionamiento del mercado cambiario.

En lo transcurrido del 2022 (al 11 de julio), el BCCR ha realizado ventas de estabilización por *USD* 172,4 millones (frente a *USD* 5,7 millones en igual lapso del año anterior), de las cuales *USD* 149,1 millones se efectuaron en junio. Adicionalmente, el día 3 de ese mismo mes anunció varias medidas de política dirigidas, de manera preventiva, a mejorar el blindaje financiero. Entre estas medidas, destacan:

- a. Colocación de instrumentos de deuda en moneda extranjera para incrementar la oferta de opciones financieras de ahorro en el país.

Además de la captación de depósitos a corto plazo (14 y 28 días) en el MIL, en vigencia desde el 10 de diciembre del 2021, a partir de junio del presente año el BCCR inició las subastas de BEM en dólares a plazos de 3 y 5 años.

³³ Al 27 de julio el saldo de RIN fue de *USD* 6.397,1 millones, equivalente a 10% del PIB contemplado en este IPM para el 2022.

- b. Inicio de la gestión para solicitar un crédito de apoyo de balanza de pagos ante el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por USD 1.000 millones.
- c. Redujo el horario de negociación de Monex a una hora, de modo que a partir del 6 de junio funciona de 12 p.m. a 1 p.m., esto con el fin de facilitar el encuentro entre compradores y vendedores y con ello mejorar la formación de precios en dicho mercado.

Las medidas anteriores complementan las acciones aprobadas por la Junta Directiva el pasado 23 de febrero (artículo 7 de la sesión 6049-2022), que buscan ordenar la gestión de divisas por parte del SPNB, profundizar el mercado cambiario para promover una eficiente formación de precios y fortalecer la posición de RIN. En esa ocasión amplió el plazo de programación de los requerimientos de las entidades del SPNB y dispuso que la oferta y demanda de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros se ejerza en el mercado de monedas extranjeras (Monex) cuando su saldo administrado sea superior al monto que determine el BCCR.

Recuadro 2. ROP: Evolución de la colocación de fondos en emisiones extranjeras

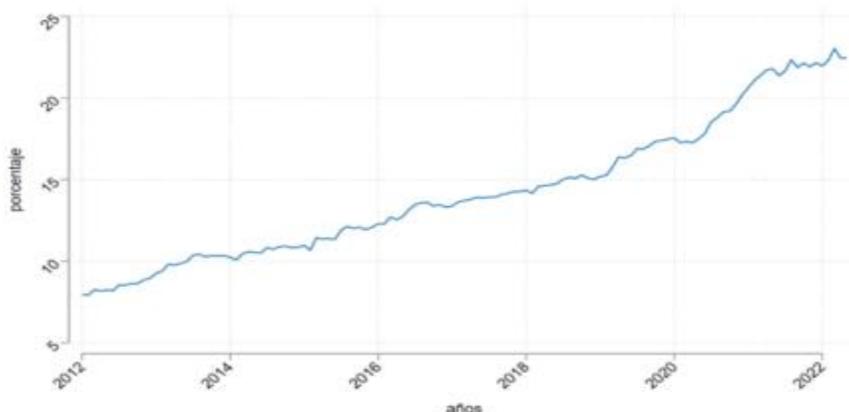
A mayo del 2022, los recursos que conforman el Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias (ROP) ascendieron a ¢9,4 billones, monto equivalente a 21,4% del PIB proyectado para el 2022 (Gráfico 2.1). En los últimos 6 años, los activos totales administrados por las operadoras de pensiones han crecido a tasas interanuales por encima del 12%, hasta casi duplicar su tamaño. Por ende, las operadoras han ganado peso como agentes económicos con potencial para incidir en la formación de macro precios del país, entre ellos, el tipo de cambio.

En efecto, la participación de las administradoras de fondos de pensión en el mercado cambiario se ha incrementado en la medida que crece el tamaño de sus activos.

En particular, la conversión de colones a dólares estadounidenses para adquirir activos financieros emitidos en el exterior ha presentado una tendencia al alza en los últimos 6 años. Mientras en enero del 2016 los activos financieros externos representaron 7,4% del total de los activos del ROP, en enero del 2019 ese porcentaje ascendió a 14,9% y a finales de mayo 2022 a 30,4% (Gráfico 2.2).

De esta forma, la transición hacia una mayor participación relativa de títulos valores emitidos por no residentes en las carteras de títulos de las operadoras de pensiones ha dado lugar a un incremento general en la demanda agregada de divisas en el mercado cambiario costarricense.

Gráfico 2.1. ROP: Activos financieros como porcentaje del PIB

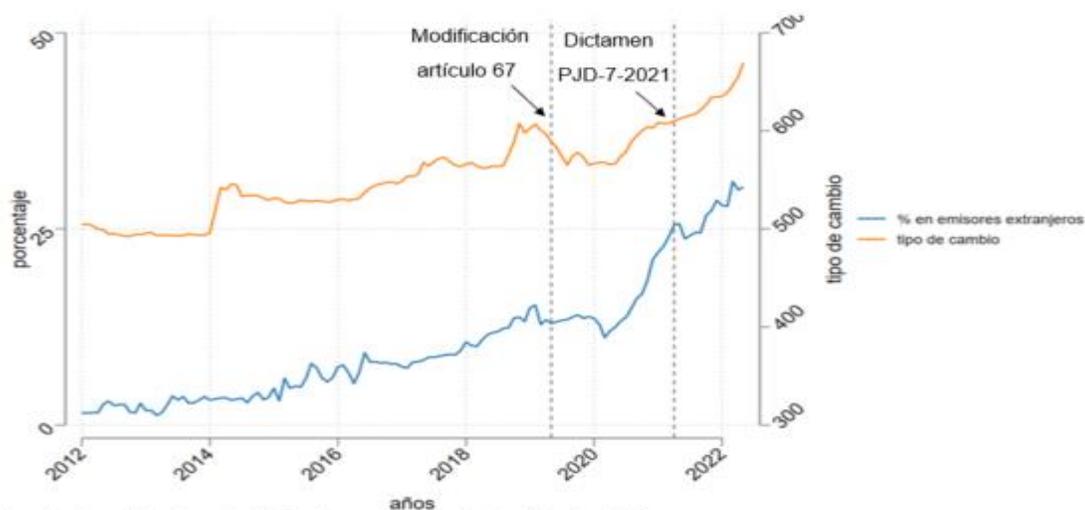


Fuente: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.

El Cuadro 2.1 presenta una descripción del tamaño de las operadoras del ROP y el porcentaje de fondos colocados en el exterior entre 2012 y 2022. Se destaca un cambio generalizado de estrategia hacia una diversificación de las carteras en el mercado internacional.

En el 2012, a excepción de Popular Pensiones y marginalmente BN Vital, los activos financieros de las operadoras estaban en el mercado costarricense. Diez años después, en abril del 2022, las administradoras de fondos de pensión habían colocado entre 14% y 39% de sus activos en el exterior. Este cambio de rumbo ha sido particularmente rápido en Popular Pensiones, BN Vital y BAC Pensiones, que en conjunto comprenden el 82,7% de los afiliados al ROP.

Gráfico 2.2. ROP: Colocación en emisores extranjeros como porcentaje del activo neto y tipo de cambio



Fuente: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 2.1. ROP: Afiliados, activos totales y porcentaje en emisores extranjeros por operadora

	2021			2022		
	Afiliados	Activos totales (mill. de colones)	% de activos en emisores extranjeros	Afiliados	Activos totales (mill. de colones)	% de activos en emisores extranjeros
<i>Pensiones BAC</i>	169,210	250,312	0.0%	241,333	1,238,481	33.4%
<i>BCR Pensiones</i>	286,735	346,830	0.0%	303,804	1,308,803	14.9%
<i>BN Vital</i>	332,914	478,532	0.2%	410,283	1,974,865	26.0%
<i>OPC CCSS</i>	61,600	68,864	0.0%	70,371	299,456	22.0%
<i>Popular Pensiones</i>	1,179,094	809,069	7.3%	1,755,092	3,962,618	39.3%
<i>Vida Plena</i>	127,153	264,718	0.0%	130,858	1,085,516	14.1%
Total	2,156,706	2,218,326		2,911,741	9,869,739	

Nota: Los datos del 2022 al último mes disponible (abril).

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Cambios relevantes en la regulación sobre la colocación de fondos en emisores extranjeros

Las modificaciones reglamentarias han permitido la dolarización de las carteras de títulos valores del ROP. En particular, el artículo 62 de la Ley de Protección al Trabajador, Ley 7983 (LPT) y el artículo 67 del Reglamento de Gestión de Activos (RGA) establecen los límites de exposición en emisiones extranjeras de los fondos administrados por las entidades reguladas por la SUPEN.

Dichos artículos fijan un límite máximo del 25% del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras, con la posibilidad de incrementarlo hasta un 50%.

En particular el artículo 62 de la LPT establece:

“La Superintendencia podrá autorizar la inversión hasta de un veinticinco por ciento (25%) del activo del fondo en valores de emisiones extranjeras que se negocien en mercados de valores organizados en el territorio nacional o el extranjero. No obstante, si el rendimiento real de las inversiones del régimen de pensiones complementarias en valores nacionales es igual o menor que los rendimientos internacionales, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, podrá autorizar la ampliación del límite hasta el cincuenta por ciento (50%), de acuerdo con las disposiciones reglamentarias que emitirá.”

Como se aprecia en el Gráfico 2.2, a partir de mayo de 2021, se sobrepasa el límite de 25% para el total de fondos administrados dentro del ROP y las operadoras continúan su senda de diversificación de carteras en el mercado internacional.

Algunos efectos esperados sobre la economía costarricense

Es relevante analizar algunos de los posibles efectos macroeconómicos de continuar con el incremento en la demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones.

Primero, ante un aumento rápido y sostenido de la demanda de dólares, en un escenario en el cual el mercado privado no estuviera en capacidad de suplir esa mayor demanda, existirían presiones hacia un incremento en el tipo de cambio y eventualmente una caída de las reservas internacionales (RIN).

Como resultado de una alta demanda de divisas, en la eventualidad que dicha demanda no pueda ser satisfecha por el mercado, ello provocaría presiones sobre el tipo de cambio, que en caso que sean excesivas y provoquen movimientos abruptos en dicho macroprecio, induciría al uso de las RIN por parte del BCCR.

Además, ante presiones persistentes al alza en el tipo de cambio se esperaría un incremento en los precios de los bienes importados, lo que a su vez genera presiones inflacionarias adicionales.

A partir de información pública de SUPEN, Barquero y Vega (2022) proyectan el comportamiento de los activos del ROP para los próximos 24 meses. Ello brinda una medición aproximada de la mayor demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones. Los resultados de este ejercicio indican que, bajo el supuesto de que se mantenga la colocación de fondos en el exterior, al ritmo observado durante los últimos 3 años, el ROP alcanzaría el límite máximo del 50% en aproximadamente 18 meses. Esto significaría una demanda total de divisas de *USD* 4.680 millones, que repartida en 18 meses significaría una demanda de *USD* 260 millones por mes. Esta demanda total de divisas representaría un 7,3% del PIB proyectado para el 2022.

De esta forma, si las operadoras de pensiones continúan colocando fondos en el extranjero al ritmo antes indicado, la demanda incremental de divisas generará presiones adicionales hacia una depreciación de la moneda nacional que progresivamente podrían traducirse en una mayor inflación³⁴. Se debe indicar, no obstante, que la magnitud de estos efectos dependerá en gran medida de la evolución de la oferta de divisas y de los eventuales cambios en la estrategia de diversificación.

Experiencia en otras economías pequeñas

La experiencia internacional muestra que, algunos países han adoptado diferentes medidas para que el proceso de diversificación de las carteras de activos financieros de los fondos de pensión hacia el mercado internacional se realice de forma ordenada. El principal objetivo de estas medidas ha sido evitar problemas de liquidez en el sistema financiero y mitigar efectos adversos sobre el tipo de cambio.

³⁴ Esto se conoce como el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios locales.

El Cuadro 2.2 presenta una lista que resume las regulaciones adoptadas en países seleccionados, por sus características económicas similares a Costa Rica, ante la decisión de las operadoras de diversificar sus portafolios y adquirir activos externos.

La gradualidad en el aumento del límite para colocar fondos en emisores extranjeros y el establecimiento de montos máximos para negociar en el mercado cambiario han sido prácticas que se han implementado en países como Chile, Colombia y Perú. Además, durante la pandemia de la COVID-19, medidas más drásticas se tomaron en países como Islandia donde se detuvo temporalmente el flujo de fondos de las operadoras hacia el exterior como forma de frenar la presión sobre el tipo de cambio.

Todas estas medidas se han dado en el contexto de economías pequeñas donde las operadoras de pensiones han tenido una participación significativa en el mercado cambiario.

En este sentido, la experiencia internacional ofrece una referencia para examinar, si se quisiera, opciones de política macroprudencial en favor de la estabilidad del sistema financiero costarricense.

Cuadro 2.2 Regulación internacional sobre colocación de fondos en el exterior por parte de las operadoras de pensiones

País	Año	Medidas adoptadas
Chile	2007	Gradualidad en el aumento del límite en emisores extranjeras. Se establece periodo gradual de transición de 9 meses para alcanzar el nuevo límite que se elevó en 2007.
Colombia	2011	Límite a las negociaciones en divisas que pueden realizar las operadoras para cada periodo de 5 días hábiles. El límite es fijado en 2,5% del valor de cada fondo e incluye todas las negociaciones en el mercado de contado y a través de instrumentos derivados.
Perú	2006	Gradualidad en el aumento del límite en emisores extranjera. Incrementos graduales de entre 1 y 2 p.p. del límite de inversiones en emisores extranjeros.
Islandia	2020	Operadoras acuerdan detener el flujo de inversiones hacia emisores extranjeros por 6 meses durante la pandemia.

Fuente: Elaboración propia con información de los bancos centrales, gobiernos y entidades supervisoras cada país.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

Seguidamente se presentan las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2022-2023 y los riesgos que condicionan su cumplimiento.

Para el entorno internacional, las perspectivas de crecimiento de la actividad económica se revisan a la baja, principalmente por el impacto económico de la guerra de entre Rusia y

Ucrania, mientras que se prevé una mayor inflación internacional y altos precios de las materias primas. En ese contexto, para la economía nacional se proyecta un crecimiento del PIB de 3,4% y 3,2% en el 2022 y el 2023, respectivamente, lo que significa que se mantiene la estimación presentada en el pasado mes abril para el primer año, pero para el segundo se revisa a la baja en 0,7 p.p.

Por otra parte, en el 2022 y en la mayor parte del 2023 la inflación en Costa Rica se mantendría por encima del margen de tolerancia con respecto a la meta. Los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se inclinan al alza.

Los principales riesgos externos para estas proyecciones están relacionados con el comportamiento de los precios de las materias primas y con las acciones de política monetaria que apliquen las principales economías avanzadas. En el ámbito local, destacan un deterioro más acentuado y prolongado del desvío de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas, menor disponibilidad de ahorro externo en relación con lo programado y la posibilidad de retomar medidas que reduzcan la actividad económica ante la evolución de la pandemia por COVID-19.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

Los organismos internacionales revisaron nuevamente a la baja las perspectivas de crecimiento mundial y al alza las de inflación.

Las condiciones macroeconómicas y geopolíticas de la economía internacional, previamente comentadas en este informe, han llevado a sucesivas revisiones por parte de los organismos financieros internacionales de sus proyecciones de crecimiento e inflación para el 2022.

El FMI, en su informe “Actualización de las perspectivas de la economía mundial” de julio del 2022, revisó a la baja las proyecciones de crecimiento mundial para el 2022 y el 2023 en 0,4 p.p. y 0,7 p.p., en su orden, con respecto al informe de abril pasado, para llevarlas a 3,2% en el 2022 y 2,9% en el 2023 en el escenario base (Gráfico 32). En los casos de Estados Unidos, China y Europa, el ajuste a la baja para el 2022 fue de 1,4 p.p., 1,1 p.p. y 0,2 p.p., respectivamente. Esto debido a:

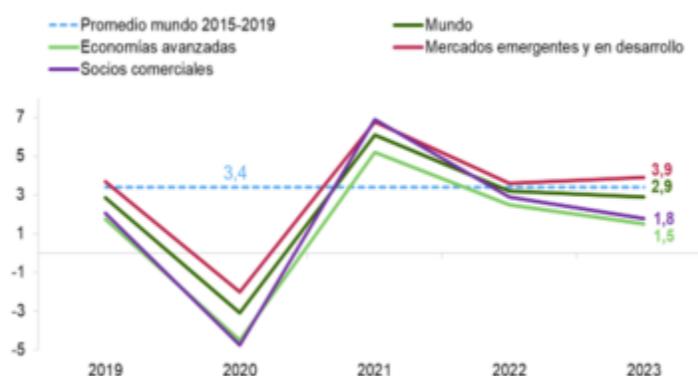
- a. Estados Unidos: la pérdida de poder adquisitivo, el endurecimiento de la política monetaria y un crecimiento menor a lo esperado en el primer trimestre.
- b. China: los confinamientos ocasionados por el COVID-19 y la profundización de la crisis inmobiliaria.
- c. Europa: los efectos de la guerra en Ucrania y el endurecimiento de la política monetaria.

La revisión a la baja del crecimiento global esperado para el 2023 es el resultado de la política monetaria desinflacionaria de muchos países alrededor del mundo.

La inflación mundial fue revisada al alza para alcanzar 6,6% en las economías avanzadas y 9,5% en las emergentes y en desarrollo en el 2022 (0.9 p.p. y 0.8 p.p., en ese orden, más que en las proyecciones de abril pasado).

Para el 2023, el FMI proyecta una moderación hasta 3,3% y 7,4%, respectivamente, lo que refleja la expectativa de que la inflación se reducirá conforme lo bancos centrales endurecen su política monetaria y se manifiesten los efectos base en las tasas de crecimiento de los precios de la energía, lo cual podría hacer que la variación interanual de algunos precios sea negativa (Gráfico 33).

Gráfico 32. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2022-2023
Variación interanual en porcentajes

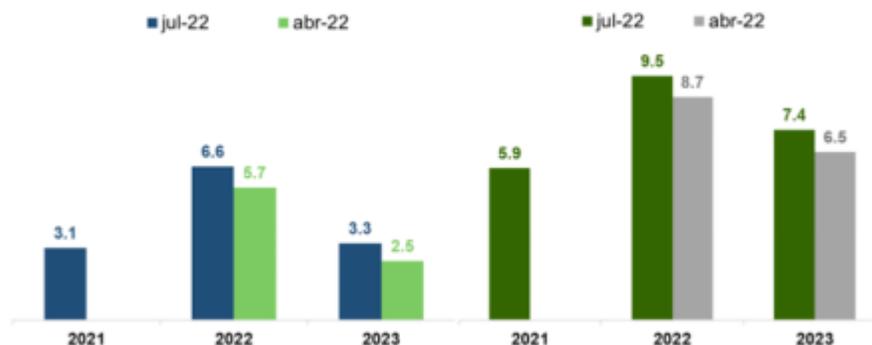


Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el Informe "Perspectivas de la economía mundial del FMI de abril y julio del 2022.

Gráfico 33. Proyecciones de la inflación para el 2022-2023
En porcentajes

A. Economías avanzadas

B. Economías emergentes y en desarrollo



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el Informe "Perspectivas de la economía mundial del FMI de abril y julio del 2022.

El Banco Mundial (BM), en su informe “Perspectivas económicas mundiales” de junio pasado redujo sus proyecciones de crecimiento mundial para el bienio 2022-2023 en 1,2 p.p. y 0,2 p.p. con respecto al informe de enero, hasta ubicarlas en 2,9% y 3,0%, respectivamente.

Según este organismo, la revisión a la baja obedece en buena medida el incremento en los precios de las materias primas generado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que se suma al efecto del congestionamiento en las cadenas de suministros y al aumento de la inflación, lo cual torna más restrictivas las condiciones financieras.

En forma análoga, el informe de perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de junio del 2022 pronostica una desaceleración de la actividad económica mundial, desde 5,8% en el 2021 hasta 3,0% en el 2022 y 2,8% en el 2023, por debajo de las proyecciones publicadas en diciembre pasado (4,5% y 3,2%, en ese orden).

En particular, para los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, el BM prevé un crecimiento de 2,5% en el 2022 y 2,4% en el 2023 (3,7% y 2,6%, respectivamente, previstos en enero pasado), mientras que la OCDE proyecta una tasa de 2,5% y 1,2% en esos años (3,7% y 2,4% estimados en diciembre anterior).

Con respecto a las perspectivas para la inflación internacional, el BM estima que disminuya del 7,8% registrado en abril de 2022 (en promedio) a 3,0% a mediados del 2023, mientras que la OCDE pronostica que, debido a los elevados precios de los alimentos y la energía y el continuo agravamiento de los problemas en las cadenas de suministro, la inflación se mantendría por más tiempo de lo supuesto inicialmente y en niveles más altos. Así, en las economías del G20 alcanzaría un máximo de 7,6% en el 2022, antes de desacelerarse a alrededor del 6,2% en el 2023.

Recientemente los principales bancos centrales también han ajustado las proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el bienio 2022-2023. Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión de política monetaria del 14-15 de junio del 2022 modificó su proyección de crecimiento económico para el 2022 a [1,5%, 1,9%] y para el 2023 a [1,3%, 2,0%]³⁵, y ubicó su perspectiva de inflación en [4,2%, 4,5%] y [2,5%, 3,2%]³⁶, en igual orden³⁷.

Por su parte, en la reunión de política monetaria del pasado 9 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) también redujo sus proyecciones de crecimiento hasta 2,8% para el 2022 y 2,1% para el 2023 (3,7% y 2,8% previstos en marzo del 2022). Asimismo, actualizó su estimación de inflación a 6,8% y 3,5% para el bienio 2022-2023 (desde 5,1% y 2,1% en marzo último).

³⁵ Desde [2,5%, 3,0%] para el 2022 y para el 2023 a [2,1%, 2,5%], previsto en marzo del 2022.

³⁶ Desde [3,9%, 4,4%] y [2,4%, 3,0%], respectivamente, proyectado en marzo del 2022.

³⁷ Estas proyecciones corresponden a la tendencia central, la cual excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas para cada variable en cada año. Las proyecciones de inflación se basan en el Índice de precios del gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés).

Los riesgos para el crecimiento continúan inclinados a la baja y para la inflación al alza.

El FMI considera que los riesgos para el crecimiento económico se han intensificado a la baja. Entre los principales riesgos, señala:

- a. La guerra en Ucrania podría degenerar en una suspensión repentina de las importaciones rusas de gas por parte de Europa.
- b. La inflación podría ser más difícil de controlar debido a que los mercados laborales están más ajustados que lo esperado, o a que las expectativas se desanclaron.
- c. Las condiciones financieras más ajustadas podrían generar problemas de deuda en los mercados emergentes y en las economías en desarrollo.
- d. Los altos precios de las materias primas y los alimentos podrían provocar hambrunas o desestabilización social.
- e. Nuevos brotes del COVID-19 o cierres podrían disminuir aún más el crecimiento en China.
- f. La fragmentación geopolítica podría impedir el comercio mundial y la cooperación.

La materialización de estos riesgos se traducirá en tasas de crecimiento menores a las previstas por el FMI.

El BM estima que aumentó el riesgo de una estanflación mundial (escaso crecimiento y alta inflación). En un contexto de desaceleración económica, prevé que el próximo año, si bien la inflación mundial será moderada, probablemente seguirá por encima de las metas de inflación en muchas economías.

Según este organismo, los acontecimientos recientes plantean inquietudes con respecto a la estanflación. La experiencia de los años setenta sirve como recordatorio de que existe un riesgo significativo de que la inflación se mantenga elevada o continúe en aumento si persisten las perturbaciones de la oferta, las expectativas inflacionarias pierden su anclaje o se debilitan las fuerzas desinflacionarias de largo plazo.

Si las expectativas inflacionarias dejan de estar ancladas, como ocurrió en esa década, los aumentos de las tasas de interés requeridos para reencauzar la inflación hacia su meta serán superiores a los previstos por los mercados financieros. En esa ocasión los aumentos abruptos en las tasas de interés, si bien permitieron controlar la inflación, también desencadenaron una recesión mundial, que coincidió con diversas crisis financieras y marcó el comienzo de un prolongado período de escaso crecimiento en muchas economías emergentes. No obstante, se reconoce que, a diferencia de los años setenta, hoy los países tienen mejores bases, por ejemplo, el compromiso con el control de la inflación está mejor definido.

El contexto internacional es más adverso para la economía nacional con respecto al del año previo y a lo proyectado en abril del 2022.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial, en particular de los socios comerciales del país, aunado a un aumento en el precio de las materias primas y, en general, una mayor inflación global, inciden negativamente sobre el desempeño económico local. Es de esperar un deterioro de los términos de intercambio, un mayor impacto de la inflación importada y condiciones financieras más restrictivas, dado el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías, incluido un rápido incremento de las tasas de interés de referencia. Los principales supuestos de la economía internacional se presentan en el Cuadro 6. De este cuadro, destaca lo siguiente:

- a. La revisión a la baja de 1,4 p.p. en el crecimiento de los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, con respecto a lo previsto en abril. Más generalmente, para nuestros principales socios comerciales, se estima un crecimiento medio ponderado de 2,9% en el 2022, que significa 0,8 p.p. menos que en abril.
- b. Un aumento anual de 59,6% en los precios de los combustibles en el 2022, superior al ajuste al alza estimado en abril pasado (46,7%), aunque en el próximo año disminuiría 17,0%.
- c. Un mayor deterioro en los términos de intercambio en el 2022 con respecto a lo estimado en abril (5,6% contra 4,4%), explicado principalmente por el incremento en el precio de las materias primas importadas. Para el 2023, se proyecta una variación de 0,6% para los términos de intercambio (Gráfico 34).
- d. La inflación de los principales socios comerciales sería de 5,9% en el 2022 (5,6% previsto en abril) y 3,1% en el 2023
- e. Las tasas de interés internacionales se mantendrían en niveles superiores a los previstos en abril pasado. Por ejemplo, la tasa SOFR se estima en 3,2% y 2,5% en el 2022 y 2023.

Cuadro 6. Principales supuestos del entorno externo para el 2022-2023¹
Variación interanual en porcentajes

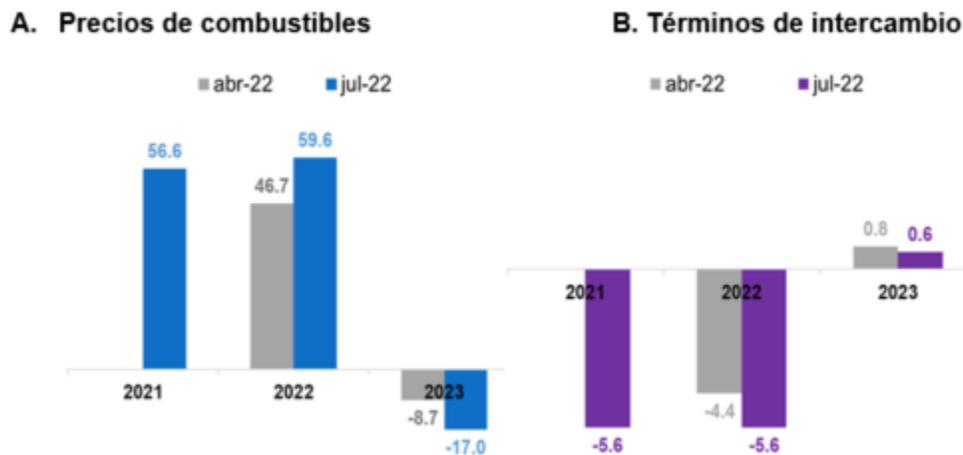
	IPM julio 2022			IPM abril 2022	
	2021 <i>est</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>
Crecimiento Estados Unidos	5,7	2,3	1,0	3,7	2,3
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	2,9	1,8	3,7	2,5
Inflación socios comerciales, promedio	1,0	5,9	3,1	5,6	2,8
Precio del petróleo (USD)	76,4	121,9	101,2	110,7	102,4
Variación %	56,6	59,6	-17,0	46,7	-8,7
Términos de intercambio, variación %	-5,6	-5,6	0,6	-4,4	0,8
SOFR 6 meses (a diciembre)	0,0	3,2	2,5	2,6	2,6

¹ SOFR (Secured Overnight Financing Rate) es la tasa que sustituirá a la LIBOR, cuyo cálculo se discontinuará a partir de julio del 2023, ver "BCCR y Conassif informan sobre avances ante la discontinuación de la LIBOR". La SOFR es una tasa a un día plazo ("overnight") que mide el costo del dinero en dólares estadounidenses y es calculada con base en las operaciones de crédito garantizadas. Las proyecciones corresponden a la expectativa promedio de la SOFR para un plazo de 6 meses.

Proy: proyectado; est: estimado.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial", abril 2022 y julio 2022.

Gráfico 34. Proyecciones de precios de combustibles y términos de intercambio
Variación interanual en porcentajes



¹ Combustibles se refiere al precio por barril en USD del cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

Se mantiene la proyección de crecimiento de la producción para el 2022 presentada en el IPM de abril pasado y se revisa a la baja la proyección para el 2023.

Para el bienio 2022 y 2023 se proyecta un crecimiento de 3,4% y 3,2%, respectivamente, lo que significa que se mantiene la estimación presentada en el pasado mes abril para el primer año, pero para el 2023 se revisa a la baja en 0,7 p.p. (Gráfico 35).

El crecimiento de la producción en el 2022 estaría impulsado por un mayor dinamismo de la demanda externa, principalmente de las exportaciones de servicios, pero sería atenuado por una demanda interna más moderada, como resultado de la contracción en los términos de intercambio y bajo crecimiento de la inversión privada acompañada de una mayor caída de la pública.

La estimación de crecimiento en la demanda por servicios del 2022 se explica principalmente por la mayor afluencia de turismo receptor y su efecto sobre la actividad de hoteles y restaurantes, así como por la dinámica de los servicios prestados a empresas, que producen especialmente para el mercado externo.

En contraste, en actividades como la construcción y los otros servicios sociales comunales y personales, se estima una revisión a la baja. En la primera actividad se prevé una disminución tanto en la inversión privada en edificaciones como en la ejecución de obra

pública, mientras que en el caso de los otros servicios, el menor crecimiento se explica por la desaceleración de la demanda interna.

En el 2023 el crecimiento estaría sujeto a la mejora en la demanda interna por la ganancia de los términos de intercambio y su impacto en el ingreso disponible y, en menor medida, a la demanda externa como consecuencia de la desaceleración prevista en el crecimiento de los principales socios comerciales.

En particular se considera una desaceleración de actividades como los hoteles y restaurantes, el transporte y almacenamiento, y los servicios empresariales.

A pesar de la normalización esperada del escenario sanitario a nivel global, al ser Costa Rica una economía pequeña y abierta al comercio internacional, la revisión del crecimiento de nuestros socios comerciales incide en la economía local en un menor dinamismo de las actividades más vinculadas con la demanda externa.

En este contexto, el ingreso nacional disponible bruto crecería 0,9% y 3,4% en el 2022 y 2023 respectivamente, debido a la evolución del PIB y al deterioro en la relación de los términos de intercambio, estimado en una pérdida de 5,6% en el 2022 y ganancia de 0,6% en el 2023.

El deterioro en los términos de intercambio en el 2022 es explicado, principalmente, por el incremento previsto en el precio de combustible (59,5%) y otras materias primas (hierro, acero, aluminio, papel, sustancias químicas, maíz, trigo, entre otros). Se espera que esta situación se revierta en el 2023 (reducción de 17,0% en el precio de los combustibles), de modo que la variación de los términos de intercambio sería positiva.

El consumo privado moderaría su dinamismo, resultado del menor ingreso disponible y del deterioro en los términos de intercambio, mientras que el del Gobierno se mantendría supeditado a la regla fiscal.

El dinamismo del consumo estaría limitado en el 2022 por una mayor incertidumbre, que se manifiesta en una menor confianza del consumidor, así como por el efecto del aumento de los precios sobre el ingreso disponible.

Para el 2023, se estima un crecimiento mayor en el consumo, explicado por la mejora en el ingreso disponible de hogares. El mayor aporte del gasto de consumo lo tendrían los servicios, seguido de los bienes semi duraderos y por último, los bienes duraderos.

En cuanto al consumo del Gobierno, se estima que en el 2022 la actividad de la enseñanza pública mostrará mayor dinamismo como consecuencia de efectos base, dada la suspensión del curso lectivo que se dio en mayo y junio del año pasado. Por su parte, se espera una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los servicios de salud conforme se normalice su demanda, una vez que se supere la emergencia derivada de la pandemia del COVID-19. Se

supone que en el 2023, todas las entidades del Gobierno General mantendrán la contención en: remuneraciones, compra de bienes y servicios, contratación de nuevas plazas.

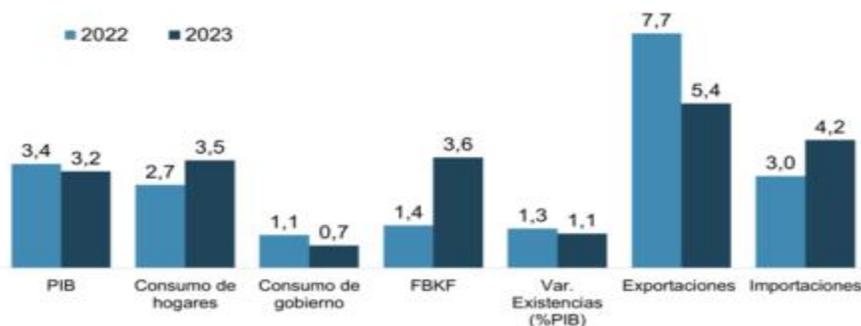
La formación bruta de capital aumentaría en ambos años debido, principalmente, a la mayor inversión en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios. Sin embargo, la inversión en nuevas construcciones mostraría una caída en el 2022 de nuevas construcciones con destino privado³⁸ y público. En el 2023 la inversión en nuevas construcciones privada presentaría un ligero incremento, pero la pública se mantendría con tasas de crecimiento negativas por cuarto año consecutivo³⁹.

La demanda externa mostraría mayor dinamismo en el 2022, pero se moderaría en el 2023 en línea con el menor crecimiento esperado de los socios comerciales.

La revisión al alza en el 2022 de la demanda externa total obedece al crecimiento previsto de las exportaciones de servicios ligados al turismo receptor y empresariales, en tanto que el crecimiento de la demanda externa por bienes se prevé una moderación en ambos años, coherente con la evolución prevista para nuestros principales socios comerciales.

Congruente con el desempeño estimado para el consumo, la inversión y la actividad económica, se prevé que las importaciones de bienes moderen crecimiento en el bienio, mientras que el crecimiento en las importaciones de servicios estaría asociado a la recuperación en el turismo emisor aunado a los servicios de transporte de mercancías, especialmente en el 2023.

Gráfico 35. PIB por componentes del gasto
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁸ La caída de la inversión en nuevas construcciones del 2022 se debe en parte al efecto base de comparación toda vez que en el segundo semestre del 2021 su crecimiento promedio fue de 23,5% y, además, al efecto sobre la demanda del aumento en los precios de los materiales de construcción. Esta caída se manifestaría mayoritariamente en la construcción no residencial y de edificios de apartamentos.

³⁹ En el 2022, con excepción de los avances significativos que se esperan en la construcción de los Hospitales Monseñor Víctor Manuel Sanabria Martínez (Puntarenas) y William Allen Taylor (Turrialba) y otros centros periféricos de atención de la salud, así como el programa de integración fronteriza, la inversión en obra pública registraría una mayor caída que la prevista en el IPM pasado. Para el 2023, la revisión de la inversión programada para la construcción de la Planta Geotérmica Borinquen I, proyectos de RECOPE y la incertidumbre por el anuncio del finiquito del contrato del fideicomiso “Corredor Vial San José-San Ramón y Radiales” incidirían en la reducción estimada para este año. Sin embargo, continúa la proyección en la ejecución de la inversión en carreteras, caminos y puentes (Ruta 32, II Etapa Programa Red Vial Cantonal -CCLIP-, I y II Programa de Infraestructura Vial y Promoción de APPS, y Programa de Infraestructura de Transporte -PIT-).

Se espera un menor dinamismo del comercio, la manufactura y la construcción, asociado a la menor demanda interna. Las actividades vinculadas a la demanda externa moderarían su crecimiento en el 2023.

Por actividad económica, el crecimiento del 2022 estaría liderado por las actividades de hoteles y restaurantes, servicios empresariales y la manufactura (Gráfico 36). Para el 2023, se revisa a la baja el crecimiento de esas actividades, así como el de la construcción y los servicios empresariales. En particular destaca lo siguiente:

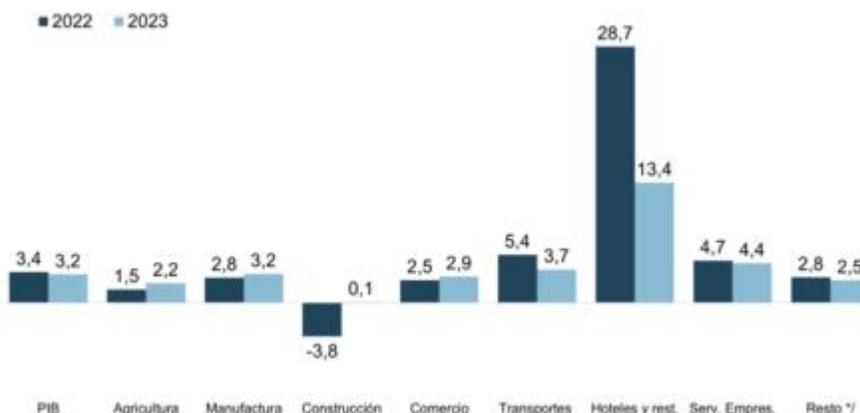
- a. **Hoteles y restaurantes:** en el 2022, el crecimiento se asocia, principalmente, a la mayor demanda externa por estos servicios, con un incremento de 79% en el número de turistas que ingresarían al país (53% en el informe de abril). Para el 2023 se mantiene la previsión de que esta actividad alcanzaría los niveles existentes previo a la pandemia
- b. **Servicios empresariales:** mayor crecimiento estimado en el 2022 debido al dinamismo de las actividades vinculadas al turismo (agencias de viajes, alquiler de vehículos). Para el 2023 se estima una desaceleración.
- c. **Manufactura:** se espera una moderación en su crecimiento, coherente con la evolución esperada para nuestros socios comerciales y con un menor dinamismo de la demanda interna vinculada con las actividades agropecuarias y de la construcción.
- d. **Comercio:** se modera el crecimiento con respecto a lo proyectado en abril pasado, dada la revisión a la baja en la actividad agropecuaria y en la actividad manufacturera del régimen definitivo. A lo anterior se suma la moderación en el crecimiento del ingreso disponible y del consumo de hogares.
- e. **Transporte:** ante la disminución de las restricciones a la movilización en el 2022, se estima un mayor crecimiento que el previsto en el informe de abril, relacionado con el retorno a las actividades presenciales y el mayor flujo de turistas, que influirían en las actividades de servicios de transporte terrestre de personas por autobuses y taxis y, en menor medida, por vías marítimas y áreas. En el 2023 se estima una desaceleración en la tasa de crecimiento, asociado a la normalización en el flujo de turistas desde el resto del mundo, lo que supone una desaceleración en los servicios de transporte de personas.
- f. **Construcción:** en la caída estimada para el año 2022 se contemplan, por una parte, el alza en los precios de los materiales de construcción y el efecto base en el caso de la construcción con destino privado, dado que en el segundo semestre del 2021 se registraron tasas de crecimiento de dos dígitos, lo que llevaría a estimar una menor tasa de crecimiento en la construcción no residencial y de edificios de apartamentos.

La construcción con destino público se revisó a la baja por la menor ejecución estimada en obras de carreteras, caminos y puentes a cargo del MOPT-Conavi, municipalidades y obras ejecutadas por el Gobierno Central.

Para el 2023 se estima un ligero crecimiento en la construcción con destino privado casi compensado por la caída estimada de construcción con destino público, relacionado principalmente con la menor ejecución prevista de construcción de carreteras, caminos y puentes.

- g. **Otros servicios** (sociales, comunales y personales): la revisión a la baja en el crecimiento de estos servicios para el 2022 se debe al impacto que tendría el incremento en el nivel de precios sobre la demanda de estos servicios. Para el 2023 se espera que se acelere su crecimiento respecto al año previo, acorde con la evolución prevista del consumo de los hogares.
- h. **Agropecuario**: se estima un menor crecimiento promedio para esta actividad debido al impacto negativo del aumento en el precio de los fertilizantes e insumos aplicados en las plantaciones (que podrían implicar una modificación en el paquete tecnológico utilizado, con la consecuente disminución en el rendimiento medio por hectárea). Adicionalmente, el resultado es coherente con la evolución prevista para nuestros socios comerciales, que incidirá en una menor demanda por los productos con orientación al mercado externo.

Gráfico 36. PIB por actividad económica
En porcentajes

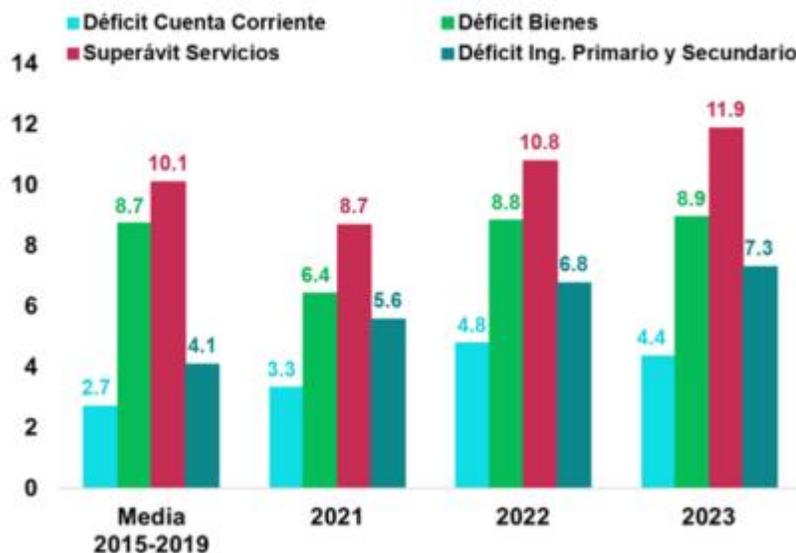


Fuente: Banco Central de Costa Rica

En el bienio 2022-2023, el desempeño del intercambio comercial con el resto del mundo estaría determinado por el deterioro en los términos de intercambio, en un contexto de moderación de la actividad económica local y de revisión a la baja para los principales socios comerciales.

Bajo este escenario, el déficit de cuenta corriente en el 2022 y 2023 se ubicaría en 4,8% y 4,4% del PIB, respectivamente, relaciones superiores a la registrada en el 2021 (3,3%) y a las estimadas en el IPM de abril del presente año (4,6% y 3,5%). Esto debido a que la persistencia en el choque adverso de los términos de intercambio propiciaría un incremento en el valor de las importaciones superior a lo estimado en ese momento (Gráfico 37).

Gráfico 37. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹
Porcentaje del PIB



¹Cifras preliminares para 2021 y proyecciones 2022-2023.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las estimaciones del déficit comercial de bienes se revisaron al alza con respecto a lo previsto en abril pasado, con un incremento cercano a 0,7 p.p. y 1,3 p.p. del PIB en el 2022 y 2023, para ubicarlo en 8,8% y 8,9% del PIB, respectivamente. Esto debido a un impacto negativo en los términos de intercambio más persistente a lo estimado previamente que, combinado con una moderación en las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales, propiciarían una revisión al alza en las importaciones netas (en especial, de materias primas e hidrocarburos).

Particularmente, se prevé un incremento promedio en las importaciones de hidrocarburos durante el bienio en comentario de 1,3 p.p. del PIB con respecto al 2021, con lo cual alcanzaría un valor medio de *USD* 2.398 millones en dicho lapso. Lo anterior sería explicado, fundamentalmente, por el aumento en el precio del barril de la mezcla del producto terminado para ese bienio, que alcanzaría un nivel medio cercano a *USD* 112 (*USD* 76 en el 2021).

Se estima un aumento en el superávit de la cuenta de servicios para situarlo en el 2022 y el 2023 en 10,8% y 11,9% del PIB respectivamente, este último año superior al nivel registrado

previo a la pandemia (11,2% del PIB en el 2019). El mayor superávit sería impulsado por el dinamismo de la cuenta de viajes, de los servicios de apoyo empresarial, de manufactura y de telecomunicaciones, informática e información. No obstante, en este periodo los ingresos por concepto de turismo receptivo no alcanzarían las cifras observadas previas a la crisis sanitaria⁴⁰.

Coherente con el mayor financiamiento externo previsto para el país en este período, se estima un incremento en el déficit del ingreso primario en relación con el 2021 (1,5 p.p. en promedio en ambos años), hasta alcanzar un nivel promedio respecto al PIB de 7,9%. Este comportamiento responde, principalmente a la mayor renta por concepto de inversión directa, aunque también influiría el efecto de un mayor saldo de deuda externa y tasas de interés más elevadas.

En el 2022 aumentarían los flujos de ahorro externo, principalmente hacia el sector público, mientras que para el 2023 se espera una reducción significativa en el financiamiento externo, que propiciaría una caída en los activos de reserva.

En la cuenta financiera se estima para el 2022 un ingreso neto de recursos del orden de 5,8% del PIB (2,9% del PIB en el 2021), destinados tanto al sector público como al privado; en este último caso, principalmente, en forma de inversión directa

El ingreso neto de recursos hacia el sector público estaría explicado, principalmente, por los desembolsos hacia el Gobierno General (USD 3.900 millones), en particular, de los créditos de apoyo presupuestario (USD 1.974 millones), la colocación de títulos valores en el exterior (USD 1.500 millones)⁴¹ y los préstamos vinculados a proyectos de inversión (USD 426 millones). Estos flujos que serían parcialmente compensados por la amortización de deuda pública externa (USD 324 millones) y el pago de pasivos netos de los bancos públicos por USD 179 millones.

Por su parte en el sector privado sobresale la inversión directa, flujos que fueron revisados al alza respecto a lo estimado en abril, debido al traslado de procesos de manufactura de otros países hacia Costa Rica, principalmente de empresas de dispositivos médicos y alta tecnología. Se espera que en el bienio los flujos de inversión directa alcancen una participación promedio con respecto al PIB cercano al 5,5%, similar al registrado en el 2021, pero superior al observado en el quinquenio que concluyó en el 2020 (4,3% del PIB).

Estos recursos permitirían financiar la brecha de la cuenta corriente y dan lugar a una acumulación de activos de reserva en el 2022 de aproximadamente USD 700 millones para alcanzar un nivel con respecto al PIB equivalente a 11,9%, lo que implica una recuperación parcial de los niveles de reservas, después del uso transitorio de reservas que hizo el Banco Central ante el atraso en las aprobaciones de los créditos externos de apoyo presupuestario

⁴⁰ Cabe indicar que, en términos reales, la industria turística, que incluye el turismo local y el extranjero, ya alcanzó los niveles prepandémicos.

⁴¹ El supuesto de la colocación de títulos valores en el exterior y el desembolso de otros créditos externos previsto en este ejercicio está condicionado a su aprobación por parte de la Asamblea Legislativa (proyecto de Ley de autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional y contratar líneas de crédito, expediente 23.036).

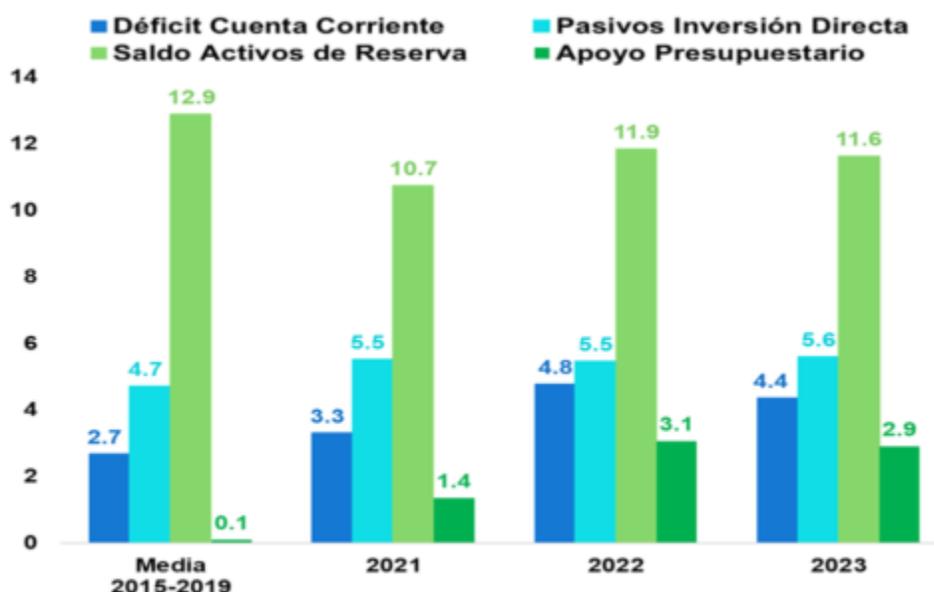
durante el 2021 y otros factores, como la mayor factura petrolera y la conversión de los colones de los fondos de pensiones por moneda extranjera. (Gráfico 38).

Para el 2023 se espera una reducción del requerimiento de ahorro de no residentes, fundamentalmente por el menor financiamiento externo neto hacia el sector público (2,4 p.p. del PIB), porque tanto el Gobierno General como los bancos públicos tienen prevista la cancelación de títulos de deuda externa por USD 1.000 millones y USD 500 millones respectivamente.

Se espera para ese mismo año un mayor financiamiento externo neto, para el sector privado, principalmente por inversión directa (5,6% del PIB, similar al año previo).

Bajo este panorama, en el 2023 el financiamiento externo neto esperado sería menor al resultado conjunto de la cuenta corriente y la cuenta de capital, lo cual induciría una reducción de activos de reserva de USD 157 millones (0,2% del PIB) que ubicaría su nivel en 11,6% del PIB.

Gráfico 38. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹
Porcentaje del PIB



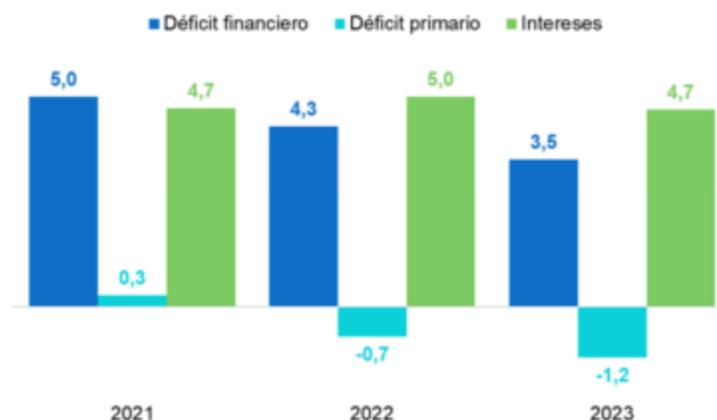
¹ Cifras preliminares para el 2021 y proyecciones para el 2022-2023.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según las estimaciones del Ministerio de Hacienda, en el bienio 2022-2023 continuaría la mejora en el resultado fiscal como resultado del incremento en la recaudación tributaria y la contención del gasto asociada a la aplicación de la regla fiscal (Ley 9635).

Para el bienio 2022-2023, el escenario pasivo⁴² del Ministerio de Hacienda estima que el Gobierno Central alcanzará, en ese orden, déficits financieros equivalentes a 4,3% y 3,5% del PIB y superávits primarios del orden de 0,7% y 1,2% del PIB (Gráfico 39). Estos resultados no contemplan ingresos adicionales asociados a la posible aprobación legislativa de los proyectos de ley incluidos en el convenio suscrito con el FMI. El escenario en este informe sí supone que continuaría el dinamismo de la recaudación tributaria congruente con el proceso de recuperación económica y que se aplica la regla fiscal sobre los gastos totales.

Dado lo anterior, se prevé un menor financiamiento neto en el bienio en comentario (Gráfico 40). En particular, la Dirección de Crédito Público estima que el requerimiento bruto de financiamiento alcanzaría 9,8% del PIB en el 2022 y 10,0% un año después. En particular, habría un mayor acceso a recursos externos (créditos de apoyo presupuestario y colocación de bonos por USD 1.500 millones cada año)⁴³, además del ingreso de los recursos vinculados con proyectos de inversión pública.

Gráfico 39. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

⁴² Corresponde a las proyecciones del escenario pasivo contemplado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2022- 2027 del Gobierno Central y el Sector Público no Financiero, publicado por el Ministerio de Hacienda en abril del 2022 ([página web](#)).

⁴³ La Dirección de Crédito Público contempló en su ejercicio de proyección, la eventual colocación de bonos de deuda externa hasta por USD 6.000 millones en el periodo 2022-2025, mediante emisiones anuales de USD 1.500 millones. En abril pasado el IPM supuso la colocación de bonos deuda externa hasta por USD 6.000 millones en el periodo 2022-2027, mediante emisiones anuales de USD 1.000 millones.

Gráfico 40. Gobierno Central: fuentes y usos del financiamiento neto
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

El resto del sector público no financiero continuará con resultados superavitarios en torno a 0,5% del PIB por año, ligeramente inferior a lo observado previo a la pandemia. Aunque se mantiene el proceso de recuperación de las finanzas de la mayoría de las entidades públicas, el proceso ha sido un poco más pausado de lo previsto, especialmente en la CCSS y RECOPE. Para el Banco Central se estima un déficit financiero en torno al 0,1% del PIB en el bienio 2022-2023.

El crédito al sector privado mantendría la tendencia creciente, pero a un menor ritmo.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo, y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crezca en torno a 2,8% en el 2022 y 2,1% en el 2023. Estos crecimientos del ahorro suponen el ingreso de los créditos de apoyo presupuestario para el Gobierno y la colocación de títulos de deuda soberana en los mercados internacionales previstos en este ejercicio.

Asimismo, congruente con la moderación prevista en el crecimiento de la actividad económica para el 2022-23, y la disponibilidad de fondos prestables por parte de los intermediarios financieros, se estima que el crédito al sector privado continuaría al alza pero a un menor ritmo que el calculado en el informe de abril (4,1% y 4,0% en 2022 y 2023 contra 4,2% y 4,7%, en su orden). Esa revisión a la baja reflejaría el tono más restrictivo de la política monetaria y las mayores tasas de interés resultantes. La reactivación del crédito estaría explicada por mayores colocaciones en moneda nacional toda vez que se supone que continúa la desdolarización observada en los últimos años en el crédito total.

La inflación, subyacente y general, se ubicaría en valores superiores al rango de tolerancia alrededor de la meta (3% ± 1 p.p.) en lo que resta del 2022 y en el 2023; el balance de riesgos de estas proyecciones se inclina al alza.

En el horizonte de pronóstico, que comprende los ocho trimestres que van desde el tercer trimestre del 2022 hasta el segundo del 2024, la trayectoria de la inflación subyacente y general es mayor a la estimada en el Informe de Política Monetaria de abril del 2022, con un balance de riesgos sesgado al alza desde uno balanceado en abril pasado⁴⁴.

Estas proyecciones incorporan la respuesta de política monetaria del Banco Central con el objetivo de lograr que, en el mediano plazo, la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR (3 % ± 1 p.p.).

La inflación actual tiene un alto componente importado (inflación por costos) que ha incidido en la evolución de las expectativas inflacionarias. Por tanto, el comportamiento de esta variable, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, conduciría a que la inflación subyacente⁴⁵ se ubique en promedio en torno a 5,6% en el 2022 y en el 2023, tasa superior en 1,3 p.p. y 1,2 p.p., en ese orden, con respecto al informe previo (Gráfico 41.A). La brecha de producto por su parte, el otro determinante macroeconómico de la inflación, continuaría en valor negativo, por lo que mitigaría la aceleración en la inflación.

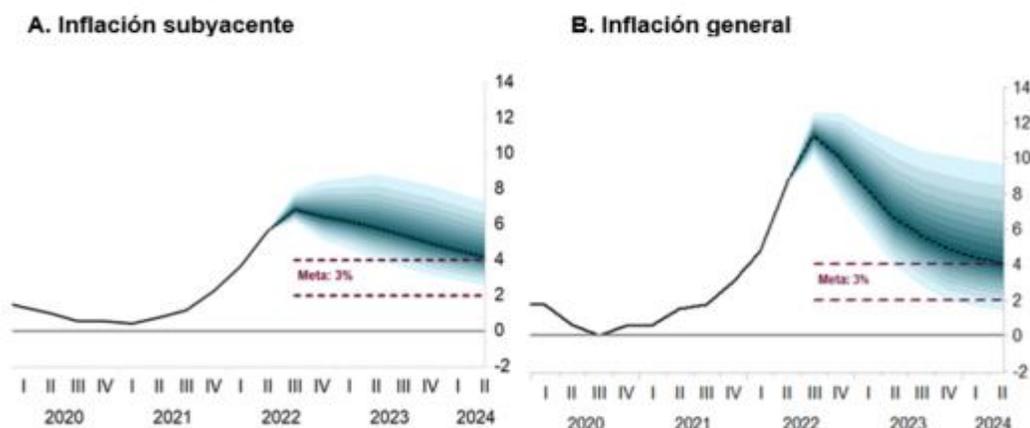
Se proyecta que la inflación general se ubique en promedio alrededor de 8,6% en el 2022 y 6,3% en el 2023, desde 5,9% y 4,5% en el informe de abril pasado, respectivamente (Gráfico 41.B). En el 2024, tanto la inflación general como la subyacente, retornarían a valores coherentes con la meta de inflación.

La dinámica de la inflación responde a presiones de costos originadas en el alza en los precios internacionales de materias primas, especialmente hidrocarburos y alimentos, así como mayores costos de fletes marítimos, asociados en buena medida con la inestabilidad geopolítica en el entorno internacional. Se espera que los efectos de estos choques tiendan a diluirse en el 2023. La trayectoria de la inflación también refleja las presiones que se presentan en el mercado cambiario.

⁴⁴ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del Banco Central, con información a julio del 2022 de proyecciones de precios de materias primas en los mercados internacionales, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras, y toman en cuenta la respuesta de la tasa de interés de política monetaria, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

⁴⁵ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda y sobre los cuales tiene efecto la política monetaria.

Gráfico 41. Proyección de inflación
Variación interanual en porcentajes ¹



¹ Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y de la inflación general medida por el Índice de Precios al Consumidor a lo largo del horizonte de proyección. Se trata de proyecciones condicionales; es decir, toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria que pudieran presentarse a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor del valor central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras acumula un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad. Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Cuadro 7 presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

Cuadro 7. Principales variables macroeconómicas

	2021	Proyección 2022		Proyección 2023	
		IPM Julio-22	IPM Abril-22	IPM Julio-22	IPM Abril-22
PIB (miles de millones de ₡)	39.993	43.963	43.235	47.463	46.256
Tasas de crecimiento (%)					
PIB real	7,8	3,4	3,4	3,2	3,9
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	5,5	0,9	1,6	3,4	4,3
Tasa de desempleo ¹	13,7				
Inflación (%)					
Meta (variación interanual IPC)		3,0% (±1 p.p.)		3,0% (±1 p.p.)	
Variación interanual IPC ²	3,3	9,9	6,0	4,9	3,7
Balanza de Pagos (% PIB)					
Cuenta corriente	-3,3	-4,8	-4,6	-4,4	-3,5
Cuenta comercial	-6,4	-8,8	-8,1	-8,9	-7,6
Cuenta financiera	-2,9	-5,8	-5,7	-4,1	-3,4
Saldo activos de reserva	10,7	11,9	11,7	11,6	10,8
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Resultado Financiero	-3,5	-3,9	-4,0	-3,0	-3,3
Gobierno Central ³	-5,0	-4,3	-4,4	-3,5	-3,6
Resto SPNF	1,7	0,5	0,5	0,5	0,5
BCCR	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ⁴					
Liquidez total (M3)	6,3	6,8	6,9	6,1	7,5
Riqueza financiera total	5,4	2,8	4,0	2,1	3,4
Crédito al sector privado	2,2	4,1	4,2	4,0	4,7
Moneda nacional	4,8	6,6	6,3	6,5	7,0
Moneda extranjera	-2,1	0,0	0,5	0,0	0,5

¹ A1 IV trimestre de 2021, según Encuesta Continua de Empleo del INEC.

² Para el 2022-2023 corresponde a la variación interanual del cuarto trimestre de cada año.

³ Estimaciones del Ministerio de Hacienda.

⁴ Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2022-2023 incorpora la mejor información disponible a julio del 2022. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados a la evolución del contexto externo y local que de materializarse alterarían los resultados del escenario macroeconómico propuesto en este ejercicio.

A corto y mediano plazo, los principales riesgos externos surgen de las condiciones geopolíticas, mientras que a más largo plazo también hay riesgos asociados al cambio climático.

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha llevado a un aumento de los riesgos geopolíticos (Recuadro 3). Dichos riesgos afectan la economía mundial por diferentes canales, entre ellos la pérdida de vidas humanas, la destrucción de infraestructura, el aumento en el gasto militar, el alza en el precio internacional de las materias primas y un comportamiento de mayor precaución por parte de los agentes económicos ante la incertidumbre, lo cual a su vez tiende a que se pospongan o desista del todo de la realización de actividades de consumo, inversión, ahorro.

La dinámica de los precios de materias primas y las cadenas globales de producción depende críticamente de la evolución de dicho conflicto. Precios de materias primas, en especial de alimentos y petróleo, superiores a los incorporados en este ejercicio, así como la persistencia de congestión en las cadenas globales de producción en algunos productos incrementarían la magnitud y persistencia de la ya de por sí alta inflación mundial, lo que llevaría eventualmente a una respuesta de política monetaria más agresiva de lo previsto por parte de los principales bancos centrales.

En el contexto anterior, el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales podría ser inferior a lo estimado, y ello es de esperar que se manifieste en una demanda externa inferior a la prevista que, de no ser compensada por la demanda interna, llevaría a un crecimiento económico local por debajo del proyectado. Una demanda agregada menor ampliaría la brecha negativa del producto y podría llevar a que la inflación se ubique por debajo de la senda pronosticada.

Por otra parte, hay riesgos asociados a las acciones de política monetaria de los principales bancos centrales (rapidez y magnitud del ajuste de las tasas de interés de referencia), así como los eventuales rebotes de COVID-19. En este sentido, tasas de política monetaria en niveles mayores a los contemplados en el escenario base deteriorarían las condiciones financieras mundiales y elevarían el costo del endeudamiento externo. Esta situación añadiría presión a la baja sobre la actividad económica local e incentivaría la salida de capitales y, con ello, podría presionar al alza el tipo de cambio y la inflación local. Aunado a lo anterior, la

posibilidad de rebrotes de COVID-19 incrementa la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la economía global.

Otro riesgo para la economía internacional es el posible surgimiento de conflictos sociales a lo interno de los países como consecuencia del malestar de la población ante el aumento de la inflación y la desaceleración de la actividad económica. De hecho, en algunos países, como Panamá y Ecuador ha habido manifestaciones recientes de ese malestar. Asimismo, en Europa ha habido algunos indicios de crisis política (Italia, Reino Unido y Letonia) que, de no tratarse adecuadamente, podrían ser detonantes para eventuales conflictos. De acuerdo con la magnitud y duración de este tipo de problema, podría desacelerar aún más o bien contraer la actividad económica de esos países, con potenciales efectos globales.

A mediano y largo plazo también surgen riesgos asociados al cambio climático, dado que, ante los faltantes de suministro de gas y petróleo a los países de la Unión Europea causados por las sanciones impuestas por ese bloque y por Estados Unidos a Rusia, que solía ser el mayor proveedor de dichas materias primas en esa zona, ha habido un retroceso en las acciones orientadas al combate del cambio climático, pues algunos de esos países han empezado a usar nuevamente el carbón para cubrir parte de sus necesidades energéticas. De mantenerse o agravarse esa situación, podría acelerarse el deterioro ambiental del planeta, con el consiguiente impacto negativo en la economía mundial.

Entre los principales riesgos internos de este ejercicio destacan un deterioro más acentuado de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas, menor disponibilidad de financiamiento externo en relación con lo programado y la reanudación de medidas de distanciamiento y confinamiento ante la evolución de la pandemia por COVID-19.

El incremento en la brecha, y su persistencia, entre las expectativas inflacionarias con respecto su meta, superior al supuesto en este ejercicio requeriría una política monetaria más restrictiva (mayores aumentos de la TPM) para evitar que, una vez superado el choque importado, las presiones inflacionarias se manifiesten en efectos de segunda ronda que prolonguen en el tiempo la creciente pérdida de poder adquisitivo del colón.

A su vez, la transmisión de esos aumentos en la TPM sobre el resto de las tasas del sistema financiero podría llevar a un crecimiento de la producción local inferior al proyectado, que ampliaría la brecha negativa del producto y, eventualmente, haría que la inflación se ubique por debajo del valor central proyectado.

También es posible que el mercado cambiario enfrente presiones en caso de que la demanda de divisas, por ejemplo, para pagar la factura petrolera y atender los requerimientos de los administradores de fondos de terceros, sea superior a lo estimado, aunque en parte ese efecto podría atenuarse si las mayores tasas de interés internas incentivaran el ingreso de capital externo que busca un mejor rendimiento financiero (descontado el riesgo país).

La tensión en el mercado cambiario también se puede originar en la menor disponibilidad de endeudamiento externo en relación con lo programado en el horizonte de estas proyecciones macroeconómicas.

De ocurrir cualquiera de estas situaciones, las expectativas inflacionarias aumentarían y se transmitirían a la inflación observada.

En lo que respecta a la pandemia del COVID-19, la economía costarricense no está exenta de rebotes o nuevas variantes del virus que resten impulso al ritmo de recuperación económica, situación que generaría presiones a la baja en la inflación.

Otro riesgo es el relacionado con choques climáticos. Condiciones climáticas adversas podrían afectar negativamente las proyecciones de crecimiento económico incluidas en este informe e incrementar la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola. El cambio climático acentúa este tipo de riesgos.

Finalmente, los problemas de ciberseguridad en las plataformas tecnológicas tanto en el ámbito privado como el público, con impacto desconocido en cuanto a magnitud y duración sobre los sistemas de información, constituye un riesgo para las proyecciones de producción (a la baja) e inflación (al alza) de este ejercicio.

3.4. Acciones futuras de política monetaria y cambiaria

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como condición necesaria, para la estabilidad macroeconómica. Por ello mantiene meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%.

El BCCR continuará con los ajustes graduales en la TPM, observada desde diciembre del 2021, hasta alcanzar una tasa de interés real neutral⁴⁶. Con ello busca que la inflación retorne a valores coherentes con la meta en el mediano plazo. Lo anterior basado en un análisis prospectivo de los determinantes de la inflación (entre ellos la brecha del producto, las expectativas de inflación y posibles efectos inflacionarios de segunda ronda).

También con este fin, gestionará la liquidez del sistema financiero con el fin de reducir los excesos monetarios para evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

Adicionalmente, continuará con la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y los fundamentación de las decisiones de la políticas monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de

⁴⁶ La tasa de interés real neutral es aquella que prevalecería en la economía cuando el producto crece a su tasa potencial y no existen presiones inflacionarias. La diferencia entre la tasa de política monetaria real, que se obtiene de descontar a la TPM las expectativas de inflación a 12 meses (r_t) y la real neutral (r^n) permite valorar la postura de política monetaria vigente: si $r_t > r^n$ la postura es contractiva, lo contrario expansiva y si $r_t = r^n$, la postura es neutral.

expectativas, lo que facilita la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario de mediano plazo definido por el BCCR.

En materia de política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.

En cuanto a la política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.

Recuadro 3. Riesgos geopolíticos en la actual coyuntura de la economía mundial

Existen múltiples definiciones de la geopolítica, pero en términos generales puede conceptualizarse como el estudio de la forma en que las condiciones geográficas influyen sobre la política y las relaciones de poder entre los distintos estados. Por tanto, los riesgos geopolíticos son aquellos que surgen cuando hay choques entre países debido a diferencias de intereses en determinadas áreas políticas. Ejemplos de eventos geopolíticos son las guerras, los actos terroristas y, globalmente, las tensiones que afectan el curso de las relaciones internacionales.

Para evaluar el impacto de este tipo de sucesos sobre la macroeconomía es útil contar con un indicador que permita medir el riesgo geopolítico en el tiempo. Uno de los indicadores más utilizado en la literatura económica es el índice de riesgo geopolítico (GPR, por sus siglas en inglés) desarrollado por Caldara e Iacoviello (2022)⁴⁷, cuya medición se basa en un algoritmo que calcula la proporción de artículos publicados en periódicos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá que mencionan factores geopolíticos adversos⁴⁸. Además del indicador global, los autores calculan índices individuales para 39 países (avanzados y emergentes), que son actualizados y publicados periódicamente en la Internet.

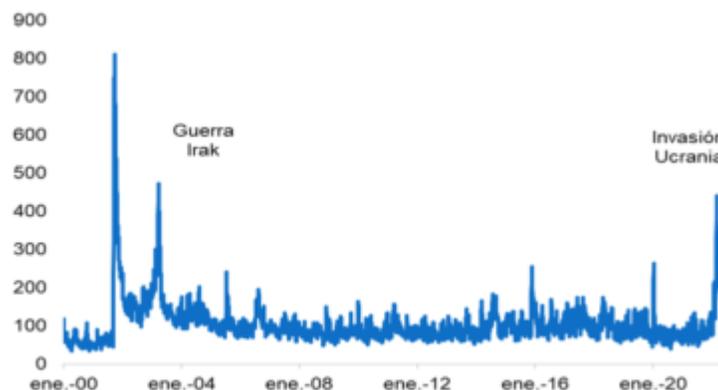
El GPR global aumenta en torno a las dos guerras mundiales⁴⁹, al comienzo de la Guerra de Corea (junio de 1950), durante la crisis de los misiles en Cuba (octubre de 1962) y después del ataque a las Torres Gemelas (setiembre del 2001). Más recientemente, aumentó ante el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (en febrero y marzo), pero luego empezó a disminuir, aunque sin alcanzar los niveles previos a dicho conflicto.

47 Caldara, Dario e Iacoviello, Matteo, “Measuring Geopolitical Risk”, International Finance Discussion Papers ISSN 2767-4509, Federal Reserve System, marzo 2022. Una versión previa del estudio se publicó en el 2018.

48 Los autores reconocen que el término “riesgo” es un poco inapropiado, pues el índice calculado por ellos incluye tanto la amenaza como la realización de eventos adversos.

49 La primera guerra mundial tuvo lugar entre julio de 1914 y noviembre de 1918, mientras que la segunda inició en setiembre de 1939 y finalizó en igual mes de 1945.

Gráfico 3.1. Índice mensual de riesgo geopolítico (promedio móvil de 7 días)



Fuente: Caldara e Iacoviello, con cifras al 13 de junio del 2022.

Los cambios en las condiciones geopolíticas pueden tener repercusiones considerables sobre las variables macroeconómicas, como la actividad económica y la inflación. Dichos efectos se transmiten por diversos canales, entre ellos la pérdida de vidas humanas, la destrucción de infraestructura, el aumento en el gasto militar, el alza en el precio internacional de las materias primas y un comportamiento de mayor precaución por parte de los agentes económicos.

Como ejemplo de lo anterior, con datos de Estados Unidos para el periodo comprendido entre 1985 y 2019, Caldara e Iacoviello hallaron evidencia de que un choque al índice de riesgos geopolíticos induce caídas persistentes en la inversión, el empleo y los precios de las acciones. Además, al utilizar índices específicos de varios países para un lapso de 120 años, encontraron que los valores más altos del índice GPR están asociados con una mayor probabilidad de desastres económicos y mayores riesgos a la baja para el crecimiento del PIB.

En cuanto a la magnitud del impacto de los riesgos geopolíticos en el ámbito macroeconómico, según estimaciones del grupo financiero CaixaBank⁵⁰, la incertidumbre geopolítica⁵¹ se relaciona negativamente con el índice de sentimiento empresarial PMI global y con el crecimiento económico. Particularmente, en este último caso concluyen que un choque de incertidumbre con una magnitud como la del cuarto trimestre del 2016 genera una reducción de casi 1 p. p. en el crecimiento mundial entre medio año y un año después de su realización⁵². Asimismo, plantean que los efectos de la incertidumbre geopolítica son mayores y más persistentes en las economías emergentes que en las avanzadas, hecho que atribuyen a que estas últimas cuentan con un sistema institucional más maduro. Así, “en el

⁵⁰García Arenas, Javier, “Incertidumbre geopolítica y economía: ¿deep impact?”, CaixaBank Research, abril del 2022.

⁵¹La incertidumbre geopolítica se estima con un índice construido a partir del GPR de Caldara e Iacoviello, del índice de incertidumbre política global de Baker, Bloom y Davis, y del índice de conflictos construido por el CaixaBank.

⁵²En el cuarto trimestre del 2016 hubo un aumento de la incertidumbre geopolítica que los autores relacionan con el triunfo de Donald Trump en los Estados Unidos.

momento álgido del shock geopolítico (tres trimestres después de su realización), el crecimiento del PIB disminuye en los emergentes 1,45 veces más que en los avanzados”.

Los riesgos geopolíticos constituyen un motivo de preocupación en el actual contexto económico internacional. Así se infiere de la encuesta realizada por el Foro Económico Mundial que recoge las percepciones de los riesgos globales de expertos en riesgos y líderes mundiales en las empresas, el gobierno y la sociedad civil (“World Economic Forum Global Risks Perception Survey”). Según los resultados obtenidos en la versión del 2021-2022, los encuestados perciben como principales amenazas para el mundo, a corto, mediano y largo plazo aquellas relacionadas con las condiciones ambientales del planeta. A mediano plazo, preocupan también las posibles crisis de la deuda y el estallido de la burbuja de activos, y en el horizonte a más largo plazo, son motivo de inquietud los riesgos geopolíticos y tecnológicos, incluidas las confrontaciones geoeconómicas y las fallas de seguridad cibernética⁵³.

Por otra parte, el informe “Geostrategy in Practice 2020”⁵⁴ elaborado por la empresa Ernest & Young, que analiza los resultados de una encuesta realizada en el cuarto trimestre del 2019 a más de 1.000 ejecutivos líderes globales, señala que la incidencia de los riesgos políticos (incluidos los geopolíticos) aumentó drásticamente en los últimos años hasta alcanzar un máximo, después de la Segunda Guerra Mundial, en el periodo 2016-2018. Según dicho estudio, los tres principales aspectos geopolíticos que los ejecutivos globales esperan que tengan el mayor impacto en su empresa en los próximos cinco años son el cambio de papel de Estados Unidos en el sistema internacional, la estabilidad de la Unión Europea y las relaciones entre Estados Unidos y China.

El Fondo Monetario Internacional también ha mostrado preocupación por el aumento de los riesgos geopolíticos. Particularmente, se ha referido al riesgo de que ocurra una fragmentación geoeconómica, refiriéndose como tal a la desintegración de la economía mundial en bloques geopolíticos, con diferentes ideologías, normas comerciales y tecnológicas, sistemas de pago y monedas de reserva.

Uno de los aspectos clave de esa posible fragmentación tiene que ver con la dominancia del dólar en el sistema monetario y financiero internacional. Al respecto, Gourinchas (2022)⁵⁵ plantea que, con una participación cada vez menor en la producción mundial, Estados Unidos no puede continuar indefinidamente como el único proveedor de activos seguros para el mundo⁵⁶ y, aunque es difícil predecir cuándo o cómo el actual dominio absoluto del dólar será suplantado por un sistema multipolar, es claro que la forma en que se implemente esta transición podría tener un efecto importante en la economía global y en el futuro del multilateralismo. En un caso extremo, podría llevar a una separación de la economía global

⁵³ Esta encuesta se realizó entre setiembre y octubre del 2021, por lo cual no considera el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

⁵⁴ Geostrategy in practice, mayo 2020.

⁵⁵ Gourinchas, Pierre-Oliver, “Shifting geopolitical tectonic plates”, revista Finanzas y Desarrollo, Fondo Monetario Internacional, junio del 2022. Pierre-Oliver Gourinchas es el consejero económico del FMI y director del Departamento de Investigación.

⁵⁶ De hecho, según la encuesta efectuada por el FMI sobre la composición de las reservas oficiales de divisas (COFER, por sus siglas en inglés), el porcentaje de reservas en dólares de Estados Unidos mantenidas por los bancos centrales pasó de 71% en 1999 a 59% en el cuarto trimestre del 2020.

en bloques. En este contexto, advierte que el congelamiento coordinado y sin precedentes de las reservas del Banco Central de Rusia ha puesto en marcha fuerzas centrífugas que, si no se controlan cuidadosamente, podrían conducir a una mayor fragmentación económica.

Para el FMI, la fragmentación de la economía mundial conlleva altos costos para todos los países, pero en especial para los más pobres, que tendrían mayor dificultad para venderle a los más ricos, adquirir conocimientos y generar riqueza. Dicho organismo estima que la fragmentación tecnológica por sí sola puede llevar a pérdidas del 5% del PIB para muchos países⁵⁷.

Otros riesgos geopolíticos de gran relevancia a mediano y largo plazo son los conflictos que pueden surgir en el periodo de transición de la economía mundial hacia fuentes de energía más limpias, toda vez que este cambio implica pérdidas para algunos países y ganancias para otros. Los más afectados serían los más dependientes de las exportaciones de hidrocarburos y los más beneficiados aquellos que más han avanzado en las tecnologías de energía renovable, así como los que poseen los metales y minerales críticos requeridos para el desarrollo de dichas tecnologías. También es posible que surjan conflictos por la disputa de esos metales y minerales.

Atentamente,



Documento suscrito mediante firma digital.

Celia Alpízar Paniagua
Secretaria General interina

57 Georgieva, Kristalina; Gopinath, Gita y Pazarbasioglu, Ceyla, "Why We Must Resist Geoeconomic Fragmentation and How", Blog del FMI, mayo del 2022.