

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 7 del acta de la sesión 6088-2022, celebrada el 26 de octubre del 2022,

dispuso en firme:

aprobar el Informe de Política Monetaria a octubre 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 principal. 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 la 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, para el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

Dentro de ese marco, la Junta Directiva del Banco Central definió la meta explícita de inflación en 3%, con un margen de tolerancia, para la inflación, 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

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](#).

de forma tal que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses se oriente a la meta de 3%.

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 octubre 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, detalla las acciones de política aplicadas, y las que espera ejecutar, para cumplir con sus objetivos.

En el tercer trimestre del 2022, las condiciones del entorno internacional se mantuvieron con un alto grado de inestabilidad. El mundo no ha logrado avanzar en una negociación que permita poner fin al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, sino que, por el contrario, la guerra se extiende en tiempo e intensidad.

Encontrar una solución por la vía diplomática es importante, no solo desde el punto de vista humanitario, sino también económico. Esto por cuanto el conflicto en sí mismo y las sanciones impuestas por occidente a Rusia en el marco de dicho evento, refuerzan las presiones inflacionarias presentes previamente en muchas economías, al incrementar el precio de las materias primas, debilitan la confianza de los productores y los consumidores, crean inestabilidad en los mercados financieros y, en general, limitan las posibilidades de crecimiento económico.

En este contexto de alta incertidumbre y deterioro en la confianza de los agentes, la economía mundial ha tendido a desacelerarse y, en algunos países, hay signos de contracción en la actividad económica. Ello ha llevado a los organismos financieros internacionales a revisar, sucesivamente, a la baja sus proyecciones de crecimiento para este y el próximo año, y al alza, las de inflación.

Costa Rica, como país pequeño y abierto financiera y comercialmente, ha sido afectado negativamente por estos choques. 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.

En dicho entorno, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica ha continuado con las medidas dirigidas a reducir los excesos monetarios y a buscar una postura de política monetaria que reduzca las presiones inflacionarias.

Específicamente, del pasado mes de julio a la fecha aumentó la Tasa de política monetaria (TPM) en tres ocasiones, con lo cual la variación acumulada en dicho indicador desde mediados de diciembre del 2021, cuando inició el proceso de ajuste, es de 825 puntos base (p.b.), para ubicarla en 9,0 % a partir del 27 de octubre del 2022.

Además, ejecutó acciones específicas para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio que no se correspondieran con la evolución de los fundamentos macroeconómicos que determinan dicho macro precio, y realizó cambios en el funcionamiento del mercado cambiario para facilitar el encuentro entre oferentes y demandantes en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) e incrementar la calidad de la información que dicho mercado provee.

Estas acciones, en conjunto con la baja observada recientemente en los precios del petróleo (si bien se mantienen en niveles altos), han empezado a dar resultados. En setiembre, la inflación, medida por la variación del Índice de precios al consumidor (IPC), mostró por primera vez desde hace varios meses una desaceleración y, aunque todavía presenta un desvío considerable con respecto a su meta, es un indicio en la dirección hacia menores presiones inflacionarias.

A pesar de las difíciles condiciones de la economía internacional, la actividad económica local continúa con una tasa en crecimiento relativamente alta, impulsada principalmente por las actividades relacionadas con el turismo, algunos servicios y la manufactura de empresas amparadas a regímenes de comercio especiales.

Debido a ello, en este informe se revisa al alza el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el presente año en 0,9 p.p. para ubicarlo en 4,3%, tasa superior al crecimiento económico del período 2008-2019. No obstante, para el 2023 la proyección se ajusta a la baja en 0,5 p.p., hasta 2,7%, en respuesta, principalmente, al debilitamiento previsto en el crecimiento de nuestros principales socios comerciales y a la menor proyección para la demanda interna.

El Banco Central mantiene su compromiso con el objetivo de una inflación baja y estable, para apoyar el crecimiento de la actividad económica y del empleo. Con este propósito, realiza un seguimiento continuo de la inflación proyectada y sus determinantes, por lo que ejecutará los ajustes requeridos en sus instrumentos de política monetaria para inducir la trayectoria de 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 no coherentes con la evolución de las variables

macroeconómicas que lo determinan y contribuir, de esta forma, a 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 proveer información que apoye la adecuada formación de expectativas y así facilitar la convergencia hacia su objetivo de inflación.

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica internacional y nacional

La inflación continúa como el principal reto de las autoridades monetarias alrededor del mundo. Para tratar de controlarla, los bancos centrales han reaccionado con una serie de aumentos en las tasas de interés de referencia, cuyo efecto acumulado es significativo en términos cuantitativos, y la reducción de los estímulos monetarios. Sin embargo, la inflación ha sido más persistente de lo que se percibía en un inicio y todavía está en niveles elevados en muchos países, aunque en algunos, como China y Japón, se ha mantenido baja.

Coherente con el giro hacia una postura de política monetaria restrictiva, la actividad económica internacional ha tendido a desacelerarse y el riesgo de que haya una recesión global es ahora mayor que en los trimestres previos. Justamente, el temor de una recesión ha incidido en la baja observada en los últimos meses en el precio de algunas materias primas, en especial el petróleo, lo cual ha mitigado en parte las presiones inflacionarias.

Pese a los sucesivos incrementos de las tasas de interés por los bancos centrales, los mercados financieros internacionales han mostrado solo algunos episodios de “alta” volatilidad, con una tendencia hacia la baja en los diferentes índices bursátiles.

En este entorno internacional, la economía costarricense, en lo que transcurre del 2022, presenta resultados macroeconómicos mixtos. La actividad económica crece a un ritmo superior al proyectado en julio del 2022, aunque a un menor ritmo de lo que lo hizo en el 2021.

Al respecto es necesario hacer dos observaciones. Primero, en el 2021 la actividad económica creció 7,8%, luego de la fuerte contracción registrada en el 2020 por efectos de la pandemia; por tanto, el menor crecimiento del 2022 está influido por un efecto base. Segundo, el contexto global presenta riesgos y retos para el crecimiento de economías pequeñas y abiertas

como la costarricense, dada la sucesión de choques adversos: pandemia, interrupción en la cadena de suministros, conflicto bélico en Europa y condiciones monetarias restrictivas.

El relativo éxito en la recuperación de la actividad económica costarricense permitió que la tasa de desempleo se ubique por debajo del nivel prepandémico, pero hay signos de estancamiento en diversos indicadores del mercado laboral, lo cual dificulta que el mayor nivel de actividad económica sea percibido como una mejora en el bienestar de una base amplia de la población.

Como resultado de la recuperación de la actividad económica y la contención del gasto, las finanzas públicas mostraron un buen desempeño en los primeros siete meses del año, que supera las metas que en esta materia se acordaron con el Fondo Monetario Internacional.

Como consecuencia tanto de factores externos como internos, entre ellos, la disciplina fiscal antes comentada las presiones en el mercado cambiario se han reducido a partir de julio lo que le ha permitido al BCCR, en conjunción con otras medidas, mejorar su posición de reservas internacionales.

Sin embargo, como consecuencia de las mayores importaciones y el deterioro en los términos de intercambio, ante el aumento en los precios de las materias primas, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó.

La inflación continúa en niveles elevados, aunque la baja reciente en el precio internacional del petróleo y las menores presiones cambiarias en los últimos meses la han desacelerado recientemente. De hecho, en setiembre se registró la primera variación mensual negativa en lo que va del año, lo cual puede ser indicio de que la inflación alcanzó su tasa interanual máxima, del presente episodio inflacionario, en agosto pasado.

El aumento en las tasas de interés contribuyó a restituir el premio por ahorrar en moneda nacional, lo que a su vez ha propiciado una disminución en la dolarización del ahorro financiero. Nótese que, a pesar de las mayores tasas de interés, el crédito al sector privado en moneda nacional crece a un ritmo interanual cercano al 9,0%.

A pesar de algunos resultados satisfactorios, lo que impera es un deterioro en la confianza tanto de los empresarios como de los consumidores. Según las encuestas, la confianza de los primeros se ha moderado, aunque se mantiene en terreno optimista, mientras que los consumidores muestran mayor pesimismo.

II. Acciones de política del BCCR

En el 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.

Particularmente, de julio a la fecha el BCCR continuó con el ciclo de aumentos en la TPM iniciado en diciembre de 2021 para tratar de controlar las presiones inflacionarias. En este lapso la Junta Directiva aumentó la TPM en tres ocasiones; la primera el 27 de julio, por 200 p.b., la segunda el 14 de setiembre, por 100 p.b., y la tercera el 26 de octubre, por 50 p.b. Estos ajustes se fundamentaron, como es usual en esquemas monetarios de meta de inflación, en un análisis del entorno macroeconómico, que incluye la evolución prevista de la inflación y de sus determinantes, así como una valoración de los riesgos alrededor de esas proyecciones.

Con estos ajustes, la TPM acumula un incremento de 775 p.b. en el presente año, a lo cual se añaden otros 50 p.b. del aumento realizado en diciembre del 2021, cuando inició el proceso de endurecimiento de la política monetaria.

Los aumentos de la TPM se han trasladado gradualmente a las tasas de interés del sistema financiero. Así, del 15 de diciembre del año anterior al 27 de octubre del 2022, la tasa de interés pasiva negociada en colones (TPN) y la Tasa Básica Pasiva (TBP) registraron aumentos de 533 y 322 p.b. en su orden, mientras que la tasa de interés activa negociada (TAN) se incrementó en 435 p.b.

Coherente con el tono más restrictivo de la política monetaria, a partir de abril del presente año los excesos de liquidez del sistema financiero empezaron a disminuir. En algunos meses esta disminución fue propiciada también por la contracción monetaria asociada a la venta de divisas por parte del BCCR al sector público no bancario (SPNB) y a las operadoras de pensiones. Además, influyó la entrada en vigencia del aumento de 3 puntos porcentuales (p.p.) en la tasa de encaje mínimo legal aprobado por la Junta Directiva del BCCR en junio pasado.

Las presiones que enfrentó el mercado cambiario en la primera mitad del presente año se moderaron en el tercer trimestre. En este periodo, las operaciones cambiarias del público con los intermediarios cambiarios dieron como resultado un superávit mayor en comparación tanto con igual periodo del año anterior como con respecto al segundo trimestre del 2022. Ese mayor superávit es reflejo principalmente del incremento en la oferta, pero también de una menor demanda.

Las menores presiones de demanda se explican en buena medida por la disminución en los precios internacionales de las materias primas observada en meses recientes, el alivio en los problemas de oferta provocados por la disrupción en las cadenas de suministro y la menor demanda de divisas de las operadoras de pensiones. Tampoco se puede descartar el efecto de una menor demanda de divisas como consecuencia del proceso de desdolarización del crédito del sistema financiero al sector privado.

El comportamiento indicado del mercado cambiario se manifestó en una disminución del tipo de cambio a partir de la última semana de junio, una menor intervención del BCCR en dicho mercado con fines de estabilización y un aumento en las reservas internacionales (RIN), dado

que el mayor superávit del mercado cambiario le permitió al BCCR atender los requerimientos contemporáneos SPNB y restituir parte de las divisas vendidas a estos entes en trimestres previos. En el aumento de las RIN también influyó el ingreso en agosto de los recursos provenientes del préstamo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por USD 1.100 millones.

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) mantuvo la proyección de crecimiento mundial para el presente año en 3,2% y revisó a la baja la del próximo en 0,2 p.p. hasta ubicarla en 2,7%. Este último es el crecimiento más débil desde el 2001, con excepción de la crisis financiera mundial y la fase aguda de la pandemia del COVID-19.

Pese a la desaceleración económica, las presiones inflacionarias muestran ser más extensas y persistentes de lo esperado. El FMI pronostica que la inflación mundial aumente de 4,7% en 2021 a 8,8% en 2022, para luego descender a 6,5% en el 2023 y 4,1% en el 2024.

En ese contexto, para la economía nacional, el BCCR proyecta un crecimiento del PIB de 4,3% y 2,7% en el 2022 y el 2023, respectivamente, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado.

La revisión al alza en el crecimiento del PIB en el 2022 se explica por un mayor crecimiento de la demanda externa de bienes manufacturados por el régimen especial de comercio y de servicios relacionados con el ingreso de turistas, así como de servicios empresariales y de informática, que producen para el mercado externo. En este mismo año la demanda interna crecería similar a lo previsto en el IPM de julio.

La revisión a la baja del 2023 se explica por el menor crecimiento de la demanda interna, debido a la menor actividad esperada en actividades como manufactura, comercio y servicios, así como la caída de la construcción, como reflejo de la menor proyección del crecimiento para el consumo privado, la inversión e importaciones principalmente de servicios.

En lo que resta del 2022 y en el 2023, la inflación en Costa Rica se mantendría por encima del margen de tolerancia con respecto a la meta y retornaría a dicho rango en el 2024. Los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se inclinan al alza.

El déficit de cuenta corriente se ubicaría tanto en el presente año como en el siguiente por encima del valor registrado en el 2021. Esto debido a que la persistencia en el choque adverso de los términos de intercambio.

Los agregados monetarios aumentarían en el 2023 de manera coherente con el crecimiento nominal previsto para la actividad económica, excepto la riqueza financiera que se estima crecería a una tasa menor.

Asimismo, el crecimiento del crédito al sector privado desaceleraría en lo que resta del presente año y en el próximo, con lo cual aumentaría 5,0% en el 2022 y 3,4% en el 2023.

La revisión a la baja para este último año es coherente con el tono restrictivo de la política monetaria. Particularmente, el aumento del crédito sería impulsado por las colocaciones en moneda nacional, pues se supone que continúa la desdolarización relativa observada en los últimos años en el crédito total.

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 octubre 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, inclinarían hacia la baja las proyecciones de crecimiento económico y al alza las de inflación.

Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas. A ello se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión y de que se generen conflictos sociales. En el ámbito local destacan un deterioro más acentuado de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

Seguidamente se presentan los principales hechos de la coyuntura macroeconómica internacional y nacional que determinan el contexto en el cual el Banco Central de Costa Rica aplica su política monetaria.

La inflación continúa siendo el principal reto de las autoridades monetarias alrededor del mundo. Estas entidades han reaccionado con un ciclo de incrementos en las tasas de interés de referencia para contrarrestar la inflación. Coherente con ello, el riesgo de que ese cambio en el tono de la política monetaria genere una contracción de la actividad económica es ahora mayor. Ante esto, los mercados financieros han reaccionado con una tendencia bajista, una volatilidad relativamente moderada, excepto por algunos episodios de corta duración.

En Costa Rica, los principales resultados macroeconómicos son mixtos. La actividad económica crece en el 2022 a un ritmo que, si bien es inferior al del 2021, es superior al promedio de incremento de la actividad económica en la década previa a la pandemia. Eso ha permitido que la tasa de desempleo se ubique por debajo del nivel prepandémico, pero hay signos de estancamiento en los indicadores del mercado laboral.

Como resultado de la recuperación de la actividad económica y la contención del gasto, las finanzas públicas mostraron un buen desempeño en los primeros siete meses del año. Eventos externos e internos, como la disciplina fiscal, incidieron en la reducción de las presiones cambiarias observadas en el primer semestre del presente año, de modo que desde julio el BCCR se encuentra en un proceso gradual de reconstitución de las reservas internacionales netas.

Sin embargo, como consecuencia de las mayores importaciones y el deterioro en los términos de intercambio, ante el aumento en los precios de las materias primas, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó. Por su parte, la inflación continúa en niveles elevados, aunque la baja reciente en el precio internacional del petróleo y las menores presiones cambiarias en los últimos meses, entre otros factores, influyeron en la moderación del ritmo inflacionario observado en setiembre pasado.

1.1 Economía internacional

La inflación global continúa elevada y en niveles significativamente superiores al objetivo inflacionario de los bancos centrales. En respuesta, los bancos centrales siguen con una postura de política monetaria restrictiva.

El aumento de la inflación internacional responde a varios factores. A los choques inflacionarios derivados de la política monetaria y fiscal expansiva realizada por la mayoría de los países en el contexto de la emergencia sanitaria por el COVID-19, se añadieron las presiones originadas por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y las estrictas medidas de confinamiento impuestas por China hacia el final del primer semestre del año en curso para controlar nuevos brotes de la pandemia, las cuales afectaron las cadenas de suministros.

Aunque al inicio los bancos centrales consideraron que el aumento de la inflación era transitorio, ahora es más generalizado y persistente y se ha convertido en su principal preocupación. No obstante, en algunas economías las presiones inflacionarias han empezado a disminuir: las implicaciones del COVID sobre la oferta parecen haberse superado, el estímulo fiscal ha disminuido y los precios de algunas materias primas muestran una caída desde niveles máximos a mediados de 2022².

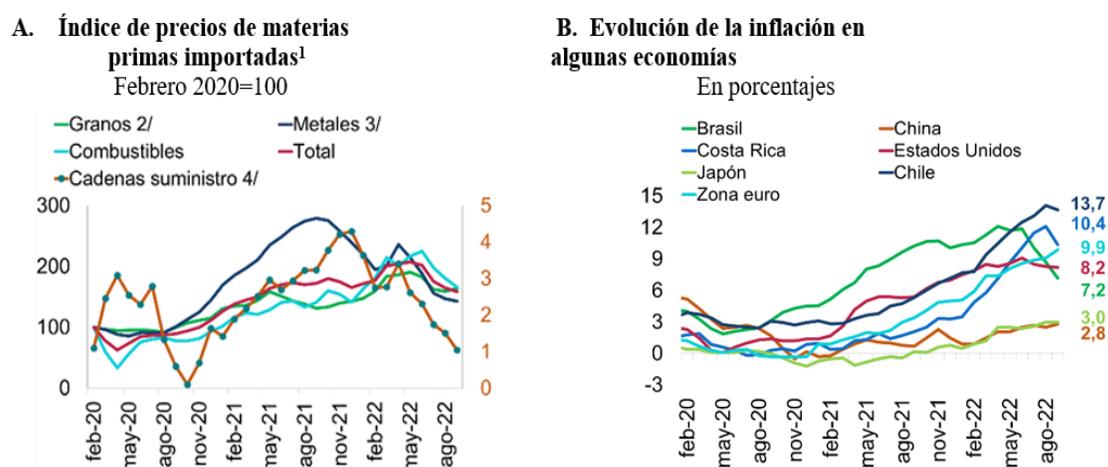
En particular, la expectativa de una desaceleración, e incluso de una recesión, de la economía mundial llevó en setiembre pasado a una disminución en el precio del petróleo por debajo de

² [What's Driving Inflation?](#) de Tom Barkin, presidente del Banco de la Reserva Federal de Richmond, 30 de setiembre del 2022.

USD 80 el barril. Esto a pesar de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo, junto con algunos productores independientes (OPEP+) acordó reducir la oferta en 100.000 barriles diarios de crudo a partir del 1 de octubre del presente año. Adicionalmente, el pasado 5 de octubre la OPEP+ aprobó un nuevo recorte de 2 millones de barriles diarios a partir de noviembre próximo (Gráfico 1.A). En general, este precio muestra oscilaciones marcadas desde el inicio de la guerra de Rusia en Ucrania, aunque se mantiene en niveles altos (en torno a USD 88 al 28 de octubre).

Por regiones, una de las más afectadas por el aumento de la inflación es la Unión Europea, en parte por la drástica reducción de los flujos de gas natural provenientes de Rusia, como consecuencia de las sanciones económicas aplicadas a ese país por occidente. Caso contrario es el de China y Japón, donde la inflación se ha mantenido en niveles bajos (Gráfico 1.B). En algunos países, como Estados Unidos, Brasil, Chile y Costa Rica, la trayectoria de la inflación empezó a mostrar signos de reducción.

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales



¹Las ponderaciones son datos anuales móviles, tal que el ponderador del producto *i* para el año *t* corresponde al peso relativo de ese producto en las importaciones del año *t-1*.

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

⁴El índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro (eje derecho del gráfico) 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 y Bloomberg. Los dos gráficos incluyen información a setiembre del 2022.

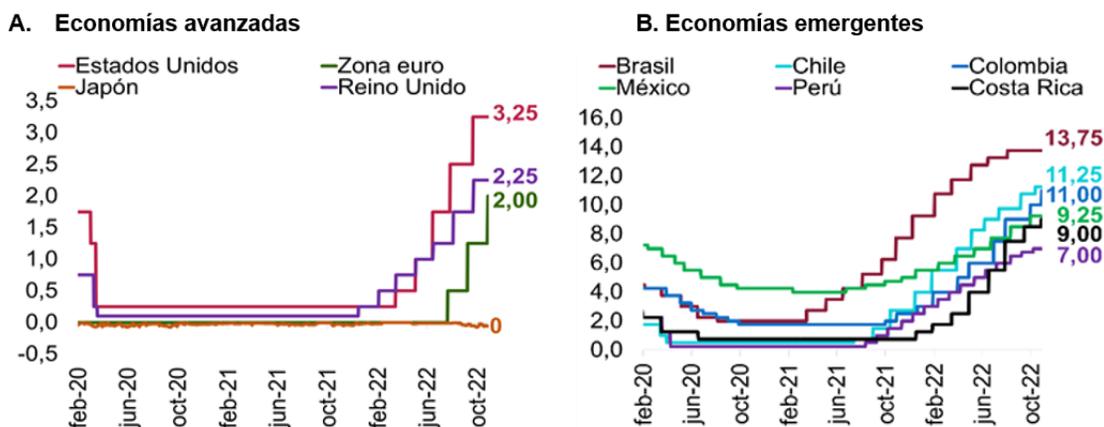
Las altas tasas de inflación persisten a pesar del endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales. Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en 300 p.b. el rango objetivo de su tasa de referencia entre marzo y setiembre y los tres últimos ajustes fueron de 75 p.b., hasta ubicar ese rango en [3% y 3,25%] (Gráfico 2.A). Al respecto, su presidente, Jerome Powell, indicó el pasado 26 de agosto que la economía estadounidense requerirá de medidas de política monetaria más restrictivas, lo cual implicará un crecimiento más lento en la actividad económica y en la generación de empleo

en los próximos meses. Por su parte, el Banco de Inglaterra ha aumentado la tasa de referencia en 200 p.b. desde finales de diciembre del 2021 hasta ubicarla en 2,25% en setiembre.

De igual forma, el Banco Central Europeo (BCE) subió la tasa de interés de referencia en 50 p.b. en julio y en 75 p.b. tanto en setiembre como en octubre, hasta ubicarla en 2,0%. Estos aumentos se dieron en respuesta a la escalada de precios en la zona del euro, especialmente los de energía, y al debilitamiento de su moneda. En su última reunión de política monetaria, el BCE señaló que la inflación sigue siendo excesivamente elevada y se mantendrá por encima de su objetivo durante un período prolongado.

Varias economías emergentes latinoamericanas también han aplicado aumentos graduales en la tasa de interés de referencia hasta ubicarlas, al 28 de octubre, en: 13,75% (Brasil), 11,25% (Chile), 11% (Colombia), 9,25% (México) y 7% (Perú) (Gráfico 2.B).

Gráfico 2. Evolución de las tasas de política monetaria en economías seleccionadas
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 28 de octubre del 2022.

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 (Gráfico 3.A), debido a los persistentes congestionamientos en las cadenas de suministro (aunque recientemente ha habido una mejora), la propagación de nuevas variantes del coronavirus, que llevaron a retomar algunas medidas sanitarias, y al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Coherente con esto, el Índice de gerentes de compra de las tres principales economías del mundo registran valores por debajo de 50, lo cual da señales de contracción (Gráfico 3.B).

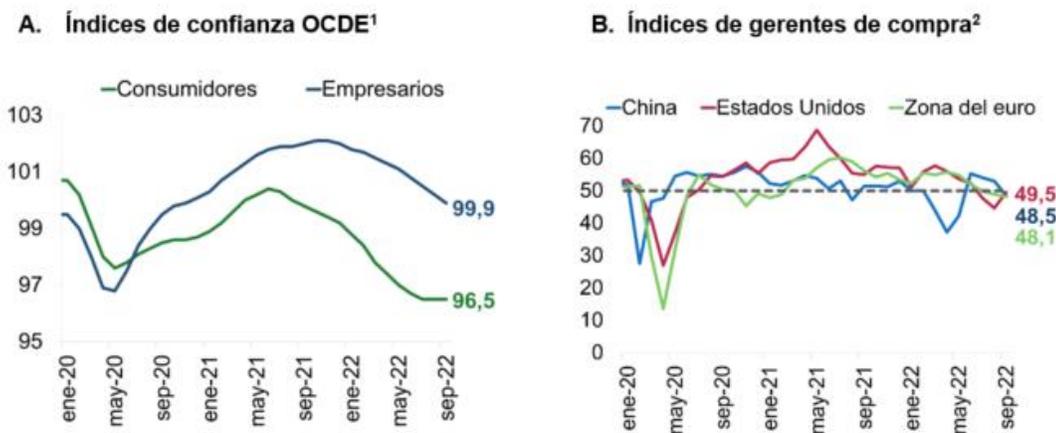
En Estados Unidos, estos indicios se confirmaron con los datos de actividad económica correspondientes a los dos primeros trimestres del 2022. En ese país, según cifras de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real se contrajo 1,6% en el primer trimestre del año en curso y 0,6% en el segundo, ambos medidos como la variación trimestral anualizada.

Estos resultados llevaron a algunos analistas económicos a señalar que dicha economía se encuentra en una recesión. Sin embargo, las autoridades de ese país refutan esa afirmación pues la Oficina Nacional de Investigación Económica, que da seguimiento a los ciclos económicos en Estados Unidos, considera que hay recesión cuando se registra una disminución significativa de la actividad económica extendida por toda la economía, que dura más de unos pocos meses y es normalmente es objetivamente mensurable en variables como producción, empleo, ingresos reales y otros indicadores, lo cual al menos en el caso del empleo todavía no se ha observado.

En contraposición, las cifras del PIB del tercer trimestre en Estados Unidos muestran una mejora con una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 2,6% (primera estimación), con un aporte de 1,64 p.p. de las exportaciones de bienes y servicios a dicha tasa.

Por su parte, China registró un crecimiento económico interanual de 4,8%, 0,4% y 3,9% en los tres primeros trimestres del presente año y la zona del euro de 5,5%, 4,3% y 2,1%³ en igual periodo. Para facilitar la comparación, las tasas de variación en términos interanuales del PIB de Estados Unidos son 3,7%, 1,8% y 1,8% en ese lapso.

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías
En puntos



¹Valores por encima de 100 representan optimismo.

²Si el índice está por encima de 50, indica una expansión y por debajo de 50, contracción.

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

³ Este último dato corresponde a la primera estimación.

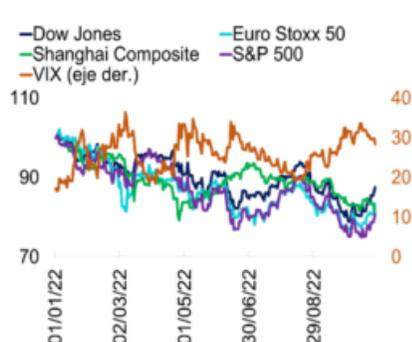
El temor a una recesión, ante los futuros incrementos en las tasas de interés, ha generado una tendencia a la baja en los mercados accionarios, con algunos episodios de alta volatilidad de corta duración.

La elevada incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania, las sanciones establecidas a Rusia por Estados Unidos y la Unión Europea en el marco de dicho conflicto, las acciones restrictivas de política monetaria aplicadas por los bancos centrales para tratar de controlar la elevada inflación mundial y el temor de que la economía mundial entre en recesión, que se refleja en un aumento en la probabilidad de que ocurra ese evento, han repercutido tanto en los mercados financieros (Gráficos 4.A y 4.B) como en los cambiarios.

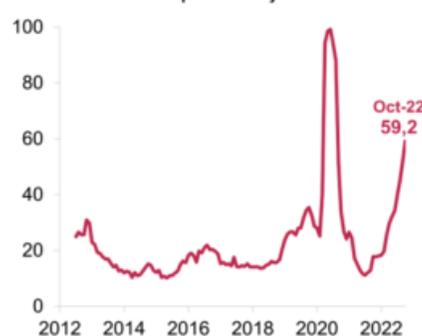
Además de los episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros, se observa una caída en los precios de las acciones, un incremento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de los mercados emergentes y un deterioro en el valor de algunas monedas. En particular, el 26 de setiembre el S&P 500 alcanzó un nuevo mínimo para el 2022 y el Dow Jones Industrial Average también cayó en un mercado bajista a medida que se fortalecía el dólar. Por su parte, la diferencia del rendimiento entre los bonos del Tesoro de Estados Unidos a tres meses y a 10 años es negativa desde el 26 de octubre, por primera vez desde marzo del 2020. Esto significa que la curva de rendimientos se invirtió, lo cual suele interpretarse como una señal de recesión.

Gráfico 4. Indicadores de mercados financieros internacionales

A. Evolución de los mercados accionarios e índice de volatilidad VIX¹
Índices accionarios 1-1-2022=100



B. Probabilidad de recesión a 12 meses en las economías desarrolladas²
En porcentajes



¹Índice de volatilidad VIX: valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

²Incluye a Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países. Publicado originalmente en el Informe de Política Monetaria, setiembre 2022, del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg, con información al 25 de octubre del 2022.

El dólar se ha fortalecido con respecto a la mayoría de las divisas de economías avanzadas y emergentes, en buena parte debido a los recientes aumentos de tasas de interés del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y por considerarse un activo de refugio, pero también a problemas internos de las distintas economías. Entre las monedas más afectadas

están el euro y la libra esterlina. La primera alcanzó en días pasados la paridad con el dólar, por primera vez en 20 años, mientras que la segunda disminuyó hasta un mínimo histórico frente al dólar de USD 1,0382 por libra esterlina, el 26 de setiembre, aunque posteriormente ambas divisas han tendido a recuperarse.

En el caso del euro, en este movimiento influyó el alto nivel de endeudamiento de algunas de sus economías, mientras que la menor confianza en la libra esterlina influyó la decisión de la ex Primera Ministra Mary Elizabeth Truss de reducir los impuestos en forma significativa (la mayor en los últimos 50 años), lo cual fue recibido en forma negativa por el mercado, al considerar que eso obligaría al Banco de Inglaterra a aumentar las tasas de manera más agresiva para contener la inflación.

Las presiones sobre la libra esterlina obligaron al banco central a intervenir para evitar una mayor caída e incidió para que el Gobierno desistiera de su decisión de reducir los impuestos para las rentas altas.

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

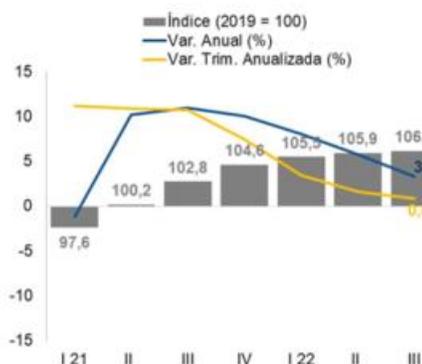
Luego de la recuperación de la actividad económica en el 2021, en el presente año la producción modera su ritmo de crecimiento, aunque su variación es mayor con respecto tanto a la prevista a mediados de año como al promedio del periodo 2008-2019. Las actividades relacionadas con los servicios son las que muestran mayor dinamismo.

Según cifras preliminares, en el tercer trimestre del presente año el PIB habría aumentado 3,3% en términos interanuales (Gráfico 5.A), con lo que mantiene la tendencia a la moderación observada desde el último trimestre del 2021. No obstante, es superior a lo previsto en julio pasado, lo que se explica por el dinamismo en la actividad productiva de las empresas del régimen especial.

Por actividad económica, destaca la de hoteles y restaurantes, cuyo crecimiento (22,5% interanual en tendencia ciclo) si bien es menor en comparación con el del trimestre anterior, todavía denota un dinamismo significativo. De manera similar, la actividad de transporte y almacenamiento creció a una tasa relativamente alta (9,3%), en tanto que la industria manufacturera aceleró su ritmo de crecimiento, de 4,1% en el segundo trimestre a 5,0% en el tercero. En contraste, las actividades agropecuaria y de construcción registraron contracciones de 1,2% y 14,0%, respectivamente (Gráfico 5.B).

Gráfico 5. Producto Interno Bruto trimestral global y según actividad económica

A. PIB trimestral (porcentajes)



B. PIB por actividad económica (porcentajes)



*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.

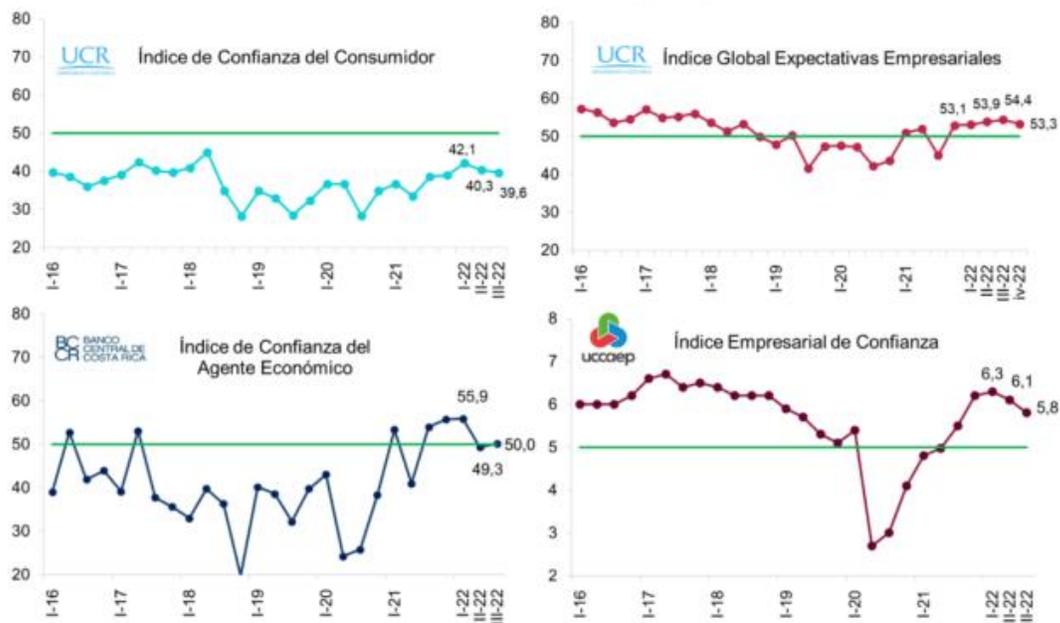
La contracción de la actividad agropecuaria se explica principalmente por una menor demanda externa por banano y piña, así como por el incremento en el costo de los insumos agrícolas. Por su parte, la caída en la construcción responde tanto a la inversión con destino privado (edificios, viviendas, naves industriales y locales) como a la pública, esta última como resultado de la menor ejecución de infraestructura vial, obras de generación eléctrica y proyectos de acueductos y alcantarillados.

La confianza empresarial se deteriora, aunque se mantiene en terreno optimista, mientras que los consumidores muestran mayor pesimismo.

El índice global de expectativas empresariales de la UCR se ubicó en 53,3 puntos en el cuarto trimestre del 2022⁴, por debajo en 1,1 p.p. con respecto al trimestre previo. De igual forma, el Índice empresarial de confianza de la UCCAEP se moderó, al pasar de 6,1 en el segundo trimestre a 5,8 en el tercero; sin embargo, ambas encuestas aún posicionan a los empresarios en territorio optimista. En contraste, los consumidores han manifestado un mayor pesimismo a lo largo del año; particularmente, el índice de confianza del consumidor calculado por la UCR muestra una tendencia a la baja, desde 42,1 puntos en el primer trimestre del 2022 hasta 39,6 puntos en el tercero (Gráfico 6). Es posible que el aumento en la inflación, explicado en buena parte por los altos precios internacionales de las materias primas, haya incidido en el pesimismo de los consumidores.

⁴ Esta encuesta se publicó a principios de octubre del 2022 pero, según la numeración empleada por la UCR, corresponde al cuarto trimestre de este año.

Gráfico 6. Índices de confianza de los consumidores y empresarios¹.



¹Valores por encima de 50 (o de 5 según escala) indican optimismo y por debajo de ese nivel reflejan pesimismo. Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de la Universidad de Costa Rica y de la UCCOEP.

Por el lado del gasto, en el tercer trimestre destacan la desaceleración del consumo privado y la contracción en la formación de capital.

La desaceleración del consumo privado es congruente con el deterioro en la confianza de los consumidores. Los incrementos del tipo de cambio en el primer semestre y de las tasas de interés, el proceso inflacionario que ha experimentado el país, así como el deterioro en los términos de intercambio, han reducido el ingreso disponible de los hogares y también explican la moderación en el crecimiento de esta variable.

El gasto de consumo del Gobierno General en el tercer trimestre creció a una tasa superior a la variación media del 2021, pero moderada con respecto al trimestre previo. Este comportamiento obedece a un menor crecimiento en el gasto en los servicios de salud, tanto en la contratación de personal como en la compra de bienes y servicios⁵, lo cual fue contrarrestado por un leve relajamiento en la política de contratación en los servicios de administración pública.

La formación bruta de capital cayó en el tercer trimestre del 2022, explicada principalmente por la contracción en la actividad de la construcción, tanto en las obras de destino público como las de destino privado, tal como se indicó previamente.

⁵ Destaca la disminución en el gasto en vacunas para enfrentar la COVID-19 (¢6 566.2 millones desde ¢24 343,5 millones un año atrás).

Por el contrario, el ritmo de variación de las exportaciones de bienes se aceleró en este mismo lapso, impulsadas por la evolución positiva de las ventas de empresas del régimen especial, así como por la mayor demanda por productos manufacturados de empresas del régimen definitivo. En el caso de las exportaciones de servicios, destaca el aumento en los servicios de viajes, así como los de apoyo a empresas.

Del lado de las importaciones se observa una moderación, vinculada principalmente con la evolución reciente de las compras de barriles de petróleo, materias primas y bienes de consumo, en tanto que el ritmo de crecimiento de las importaciones de servicios refleja, en buena medida, el mayor flujo de costarricenses hacia el resto del mundo. Los componentes del PIB se muestran en el Cuadro 1.

Cuadro 1. Componentes del PIB

Variación interanual en porcentajes, serie de tendencia ciclo

	2021				2022		
	I	II	III	IV	I	II	III
Producto Interno Bruto	-1,2	10,2	10,9	10,1	8,1	5,7	3,3
Demanda interna	-1,3	8,2	9,4	9,2	6,2	2,5	0,6
Consumo final de los hogares	-1,9	9,7	10,8	10,1	4,1	3,8	3,5
Consumo de gobierno	5,2	-1,0	1,0	1,4	0,2	6,1	2,6
Formación de capital fijo	-0,9	7,4	12,6	19,1	18,1	5,4	-6,3
Variación en existencias (% del PIB)	1,2	0,1	-0,4	2,9	1,9	-2,3	0,7
Exportaciones de bienes y servicios	-6,0	24,7	24,2	20,6	16,8	13,7	12,3
Bienes	9,7	27,4	22,9	16,7	12,0	9,7	10,3
Servicios	-22,6	22,3	26,2	27,0	24,8	20,9	17,3
Importaciones de bienes y servicios	-3,4	20,9	21,8	19,8	11,8	3,8	3,2
Bienes	-2,2	21,6	21,7	19,8	11,3	2,2	1,1
Servicios	-4,7	16,7	17,6	16,2	13,8	12,4	12,3

Fuente: Banco Central de Costa Rica

La tasa de desempleo se mantiene en un valor inferior al de antes de la pandemia, aunque con tendencia a estancarse.

En agosto del 2022 la tasa de desempleo se ubicó en 11,8%, 1,8 p.p. menor con respecto al valor registrado en diciembre del 2021. Si bien la recuperación económica ha permitido una reducción del desempleo, este todavía se mantiene en niveles relativamente elevados en comparación con los datos históricos.

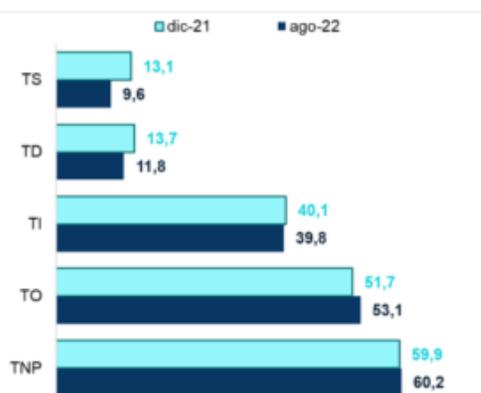
A manera de referencia, entre el tercer trimestre del 2010 y el cuarto trimestre del 2019 la tasa de desempleo promedio fue de 9,9%, por lo que, si la tasa de participación laboral no cambiara, para retornar a este valor se requerirían alrededor de 50 mil empleos adicionales. Si bien en el 2021 se crearon 150 mil puestos de trabajo y en lo transcurrido del 2022 (a agosto) poco más de 74 mil, estos aún son insuficientes para reponer la pérdida de 230 mil empleos registrada en el 2020. (Gráfico 7.B).

El subempleo también ha disminuido (3,5 p.p. entre diciembre del 2021 y agosto del 2022,

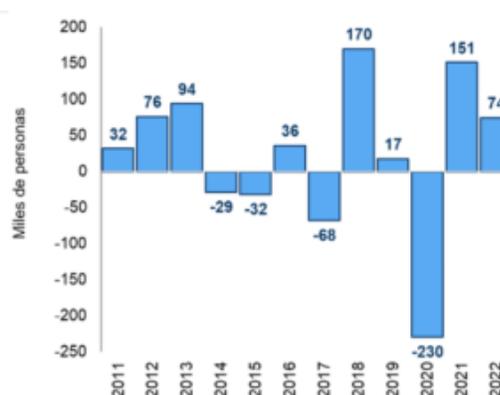
para ubicarse en 9,6%), pero la tasa neta de participación continúa sin cambios y se sitúa en torno al 60% de la población en edad de trabajar (con un incremento de apenas 0,3 p.p. entre diciembre del 2021 y agosto del 2022). La tasa de ocupación registra un aumento de 1,4 p.p. con respecto a diciembre del año pasado, para ubicarse a julio en 53,1% de la fuerza laboral, porcentaje que ha sido insuficiente para que el desempleo baje de los dos dígitos, pese a la baja participación laboral (Gráfico 7.A).

Gráfico 7. Indicadores del mercado laboral y salarios

A. Indicadores del mercado laboral¹



B. Creación de empleo²



¹ TS: Tasa de subempleo, TD: Tasa de desempleo, TI: Tasa de inactividad, TO: Tasa de ocupación, TNP: Tasa neta de participación.

² Los datos del 2022 están a agosto.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del INEC.

El crecimiento de los salarios nominales no solo ha sido menor al crecimiento de los precios, sino que se ha moderado en meses recientes.

En este contexto de desempleo elevado, el salario nominal por hora ha mantenido un dinamismo menor al observado en la inflación. El salario nominal a agosto del 2022 es superior en 5,2 p.p. al de diciembre del 2021, lo que equivale a una variación mensual promedio del 0,6%; en contraste, el salario real por hora registra una reducción para el mismo periodo del 3,9%.

Los salarios mostraron una aceleración en su ritmo de crecimiento entre mayo del 2021 y abril del 2022, asociado a la recuperación de la actividad económica y al aumento de la ocupación, lo cual pudo generar presión al alza, a pesar del elevado nivel de desempleo de dicho periodo. Sin embargo, entre mayo y agosto se desaceleraron y a la vez la tasa de desempleo se estancó en valores que oscilan entre 11,7% y 12,0%. Este comportamiento sugiere que la desaceleración reciente en el dinamismo de la producción incidió no solo en el estancamiento del desempleo, sino también en menores presiones sobre los salarios nominales (Gráfico 8).

En síntesis, el mercado laboral muestra rigideces⁶. Si bien la subutilización de la mano de obra se ha reducido, este proceso ha sido lento y requerirá más tiempo para converger a las cifras históricas. Ligado a ello, aún no se observan presiones salariales que afecten la trayectoria de los precios a futuro.

Gráfico 8. Salario nominal por hora, inflación general, tasa de desempleo e IMAE.



¹La serie de salarios corresponde a la media móvil de 3 meses de la variación interanual, con datos al mes de agosto, mientras que la inflación presenta cifras hasta setiembre.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del INEC.

El déficit de la cuenta corriente aumentó en el tercer trimestre del 2022 con respecto al mismo periodo del año previo debido al deterioro en los términos de intercambio.

En términos del PIB⁷, el déficit de cuenta corriente ascendió en el tercer trimestre del presente año a 0,9%, lo cual significó un aumento interanual de 0,3 p.p. (Cuadro 2). Este resultado se explica fundamentalmente por el incremento en el déficit de la cuenta de bienes (0,6 p.p. del PIB), que fue parcialmente compensado por el mayor superávit en la cuenta de servicios (0,3 p.p. del PIB) mientras que el déficit de ingreso primario mostró un nivel similar con respecto al PIB a un año antes.

El mayor déficit en la cuenta de bienes es coherente con el deterioro de los términos de intercambio provocado por el incremento en el precio de las materias primas importadas. En efecto, el valor de las importaciones de bienes creció a una tasa interanual de 23,6% impulsado, principalmente, por la evolución de las compras del régimen definitivo (20,5%), en particular de hidrocarburos y, en menor medida, por las mayores compras de los regímenes especiales.

Específicamente, la factura petrolera aumentó 63,2% (interanual), producto de un incremento

⁶ A manera de ejemplo, la demanda laboral es más dinámica para los trabajadores de calificación alta, mientras que los desempleados tienden a presentar niveles de calificación medios o bajos. De manera similar, la demanda de trabajo tiende a concentrarse más en las zonas urbanas y el desempleo es mayor en las zonas rurales. Adicionalmente, existen otros factores que limitan la participación de ciertos grupos de la población en el mercado laboral, como el cuidado de familiares, en especial en el caso de las mujeres.

⁷ Las relaciones con respecto al PIB mencionadas en este documento se calculan con el PIB del año calendario indicado, salvo que explícitamente se especifique otra dimensión temporal.

de 51,7% en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos y de 7,6% en la cantidad importada. No obstante, el precio promedio del tercer trimestre disminuyó 13,6% con respecto al trimestre previo. Este hecho, en conjunto con las cotizaciones de contratos a futuro del crudo en los mercados internacionales, evidencia una reversión en la tendencia creciente del precio de los hidrocarburos observada desde el tercer trimestre del 2020.

En el tercer trimestre del 2022 las exportaciones mostraron un buen desempeño, con un incremento interanual de 16,4%, aunque inferior al promedio observado en los seis trimestres anteriores (20,2%) debido al efecto base experimentado especialmente en el 2021. Dicho aumento fue impulsado tanto por las empresas adscritas a regímenes especiales (22,2%) como las del régimen definitivo (6,4%). En ambos casos sobresalen las ventas de productos manufacturados, particularmente de implementos médicos, legumbres en conserva y productos agroindustriales (café y azúcar).

El déficit de la cuenta de bienes (*USD* 1.376 millones, equivalente a 2,0% del PIB) fue más que compensado por el superávit de la cuenta de servicios (*USD* 1.728 millones, 2,5% del PIB)⁸. Dicho resultado responde tanto a la mejora en la cuenta de viajes como al dinamismo del resto de los servicios, principalmente, de las actividades de apoyo empresarial, telecomunicaciones, informática e información. En particular, el turismo receptivo muestra una tendencia creciente desde el cuarto trimestre del 2020 y en el período julio-setiembre del 2022, representó el 82,5% del valor observado en el mismo trimestre del 2019.

Los flujos financieros netos hacia el país fueron suficientes para financiar la brecha negativa de la cuenta corriente y propiciaron una acumulación de activos de reserva por el equivalente a 2,1% del PIB.

En el tercer trimestre del 2022, el país registró un influjo neto de ahorro externo por el equivalente a 3,1% del PIB (1,2% un año antes), explicado fundamentalmente por el financiamiento externo hacia el sector público (2,7%), dado que el ingreso neto de recursos para el sector privado fue de 0,4% del PIB (Cuadro 2).

⁸ En el tercer trimestre del año anterior, la cuenta de servicios había generado un superávit equivalente a 2,2% del PIB.

Cuadro 2. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	III Trimestre		III Trimestre	
	2021	2022 ^{1/}	2021	2022 ^{1/}
I Cuenta corriente	-378	-638	-0,6	-0,9
A. Bienes	-891	-1 376	-1,4	-2,0
Exportaciones FOB	3 792	4 412	5,9	6,5
Importaciones CIF	4 683	5 788	7,2	8,5
Hidrocarburos	375	613	0,6	0,9
B. Servicios	1 449	1 728	2,2	2,5
Viajes	279	428	0,4	0,6
C. Ingreso Primario	-1 072	-1 125	-1,7	-1,7
Intereses de la deuda pública externa	-177	-251	-0,3	-0,4
Resto del ingreso primario	-895	-874	-1,4	-1,3
D. Ingreso Secundario	136	134	0,2	0,2
II Cuenta de Capital	4	4	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-374	-634	-0,6	-0,9
III Cuenta financiera	-797	-2 078	-1,2	-3,1
Sector Público	-781	-1 829	-1,2	-2,7
Sector Privado	-17	-249	0,0	-0,4
Pasivos de Inversión Directa	-1 157	-768	-1,8	-1,1
IV Activos de Reserva	423	1 444	0,7	2,1
Saldo de Activos de Reserva	7 572	7 568	11,7	11,1

^{1/}Cifras preliminares al tercer trimestre del 2022.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El mayor financiamiento hacia el sector público se explica, principalmente, por el desembolso del crédito de apoyo a la balanza de pagos otorgado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) al Banco Central por USD 1.100 millones y por los desembolsos del Banco Mundial (BIRF) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) al Gobierno General por USD 300 millones y USD 50 millones, respectivamente. Estos flujos fueron parcialmente compensados por el pago de obligaciones contractuales del sector público no financiero por el equivalente a 0,2% del PIB.

El financiamiento al sector privado estuvo dominado por la inversión directa (1,1% del PIB), la cual mostró una moderación con respecto a lo observado en el tercer trimestre del año anterior, cuando fue de 1,8% del PIB.

En el tercer trimestre del presente año, el resto del capital privado registró salidas netas de recursos del orden de 0,8% del PIB (1,8% en el mismo período del año anterior), lo cual es congruente con la menor adquisición de títulos valores externos por parte de las operadoras de pensiones y el mayor financiamiento neto de los bancos privados, principalmente por el incremento de pasivos externos⁹.

Los flujos financieros externos recibidos en este período fueron suficientes para financiar el resultado conjunto de la cuenta corriente y de capital y propiciaron una acumulación de activos de reserva de USD 1.444 millones, con lo cual su saldo al finalizar el tercer trimestre se ubicó en USD 7.568 (11,1% del PIB). En relación con otras métricas, este saldo de activos equivale a 4,8 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 1,3 veces de la deuda externa de corto plazo.

⁹ Sin embargo, los datos acumulados (de enero a setiembre del 2022) muestran que, ante la caída en el crédito en moneda extranjera, los bancos han colocado en el exterior los excesos de dólares, por lo cual ha habido un incremento en los activos externos.

El Ministerio de Hacienda informó que en julio los resultados fiscales son mejores que los observados en el mismo periodo del año previo, producto del buen dinamismo en la recaudación tributaria y las medidas de contención del gasto público, en particular de la regla fiscal¹⁰.

El superávit primario a julio del presente año se ubicó en 1,6% del PIB (Gráfico 9.A) y el déficit financiero acumulado fue equivalente a 1,1% del PIB (0,3% y -2,4% en igual lapso un año antes, respectivamente)¹¹, con lo cual la deuda del Gobierno Central alcanzó 67,0% del PIB en agosto pasado (Gráfico 9.B). Estos resultados permitieron cumplir con las metas establecidas para el balance primario y la deuda de Gobierno establecidas en el marco del programa de reformas económicas de Costa Rica apoyado por el Servicio de Facilidad Ampliada del FMI (Recuadro 1)¹².

Este comportamiento respondió tanto a la mejora en la recaudación tributaria, como a la caída del gasto primario (gasto total menos intereses) debido, en buena medida, a la aplicación de la regla fiscal. Sin embargo, esos efectos fueron más que compensados por el pago de intereses (alrededor de 2,7% del PIB), principalmente sobre la deuda interna¹³.

En los primeros 7 meses del presente año el Gobierno Central financió su déficit y las amortizaciones de la deuda, en mayor medida, mediante recursos externos (1,6% del PIB) y, además, por medio de fuentes locales, en especial con la colocación neta de bonos deuda interna en el sector privado (1,2% del PIB). Como resultado de lo anterior, la deuda del Gobierno Central ascendió en agosto del 2022 a €28,8 billones, equivalente a 67,0% del PIB; es decir, la deuda aumentó nominalmente €1,6 billones con respecto a diciembre del 2021.

El cumplimiento de las metas fiscales pactadas con el FMI, así como los positivos resultados fiscales han coadyuvado a mejorar la perspectiva de riesgo país por parte de la comunidad financiera internacional: a partir del segundo trimestre del presente año el Indicador de Bonos Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés) de Costa Rica se ha mantenido por debajo del indicador EMBI GLOBAL y más recientemente, desde agosto pasado, inferior al indicador para Latinoamérica (EMBI LATAM) (Gráfico 9.C).

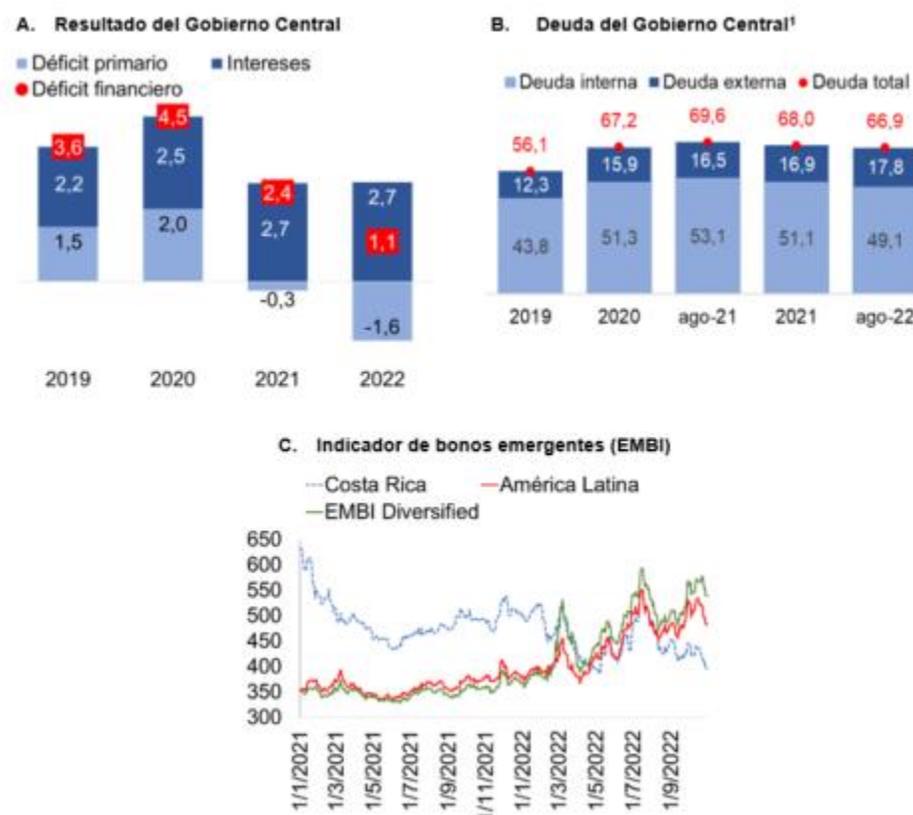
10 La recuperación de los sistemas informáticos del Ministerio de Hacienda ha sido gradual, luego del ataque cibernético que experimentaran en abril pasado. Ello explica el rezago de la información que aquí se presenta.

11 El superávit primario se calcula como la diferencia entre los ingresos y gastos totales, sin incluir intereses, mientras que, para obtener el déficit financiero, al resultado previo se le adicionan los intereses.

12 Las metas de desempeño a junio del 2022 establecían un piso de €144 mil millones para el balance primario y un techo de €28,79 billones para el saldo de la deuda. Según lo indicado en el Marco Fiscal Presupuestario de Mediano Plazo, contenido en el Proyecto de Ley del Presupuesto 2023, el acuerdo establecido con el FMI, para fines de seguimiento de las metas de desempeño, los activos, pasivos y flujos relacionados con moneda extranjera se evaluarán a los tipos de cambio del programa acordado con dicho organismo. Específicamente, las operaciones en dólares de los Estados Unidos deben valorarse a €642,73 por dólar. Dado lo anterior, aunque a nivel nominal, la deuda observada a junio del 2022 se ubicó en €28,91 billones, al utilizar el ajustador el tipo de cambio del acuerdo, esta llega a €28,1 billones, por debajo del techo establecido.

13 Al término de julio del 2022, los ingresos totales crecieron 14,8% (equivalente a 9,2% del PIB), alrededor de 0,2 p.p. del PIB más que en el mismo lapso del 2021. Por su parte, el gasto primario mostró una contracción de 2,3%, principalmente como resultado de la contención de gastos corrientes primarios como las remuneraciones. Sin embargo, el elevado pago de intereses llevó a un crecimiento de los gastos totales de 1,2%, equivalente a 10,3% del PIB.

Gráfico 9. Resultado y deuda del Gobierno Central (proporción del PIB) e indicador de bonos emergentes (puntos porcentuales)



¹Utiliza como referencia un PIB anual móvil por mes.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Bloomberg.

1.3 Condiciones monetarias

En el tercer trimestre del 2022 continuó la desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios amplios y se contuvo la dolarización del ahorro financiero¹⁴.

La base monetaria aumentó $\text{¢}483.343$ millones en el tercer trimestre del año con respecto al trimestre previo¹⁵, lo que llevó a una variación interanual de 15,4% al término de setiembre. Este incremento se explica, principalmente, por el efecto expansivo de la compra neta de dólares del BCCR en el mercado cambiario¹⁶, la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno en colones, la reducción de los depósitos de los intermediarios financieros en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) influida por el aumento de la tasa de encaje mínimo legal en moneda nacional, del 12% al 15%, vigente a partir de julio y, en menor medida, por

¹⁴ Considera información preliminar de los intermediarios financieros al término del mes de setiembre de 2022. Asimismo, la valoración de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

¹⁵ Variación absoluta del saldo entre junio y setiembre del 2022.

¹⁶ En el tercer trimestre del 2022 el BCCR realizó compras netas de dólares en el mercado cambiario en torno a $\text{USD } 411,9$ millones para restituir las divisas vendidas de previo al SPNB.

el pago de intereses sobre los bonos de estabilización monetaria (BEM).

Pese al aumento indicado en la base monetaria, el crecimiento de los principales agregados monetarios continuó en desaceleración en el periodo en comentario (Gráfico 10.A). Así, el medio circulante amplio y la liquidez total registraron tasas de variación interanual de -0,2% y 3,5% durante el tercer trimestre del año, en ese orden, inferiores a las observadas en el trimestre previo (6,6% y 4,2%, en su orden) y al crecimiento nominal previsto del PIB para este año (11,5%).

Particularmente la fuerte desaceleración en el medio circulante amplio podría vincularse con el incremento en las tasas de interés pasivas que ha llevado a los agentes económicos a trasladar parte de sus ahorros desde instrumentos financieros altamente líquidos hacia opciones a plazo¹⁷.

El aumento en las tasas de interés pasivas también contribuyó a la restitución del premio por ahorrar en moneda nacional (Gráfico 10.B). En efecto, como resultado de las mayores tasas de interés y las menores expectativas de variación de tipo de cambio¹⁸, el premio pasó de registrar valores negativos en junio del 2022 (entre -166 y -126 puntos base) a valores positivos (entre 482 y 633 puntos base) tres meses después.

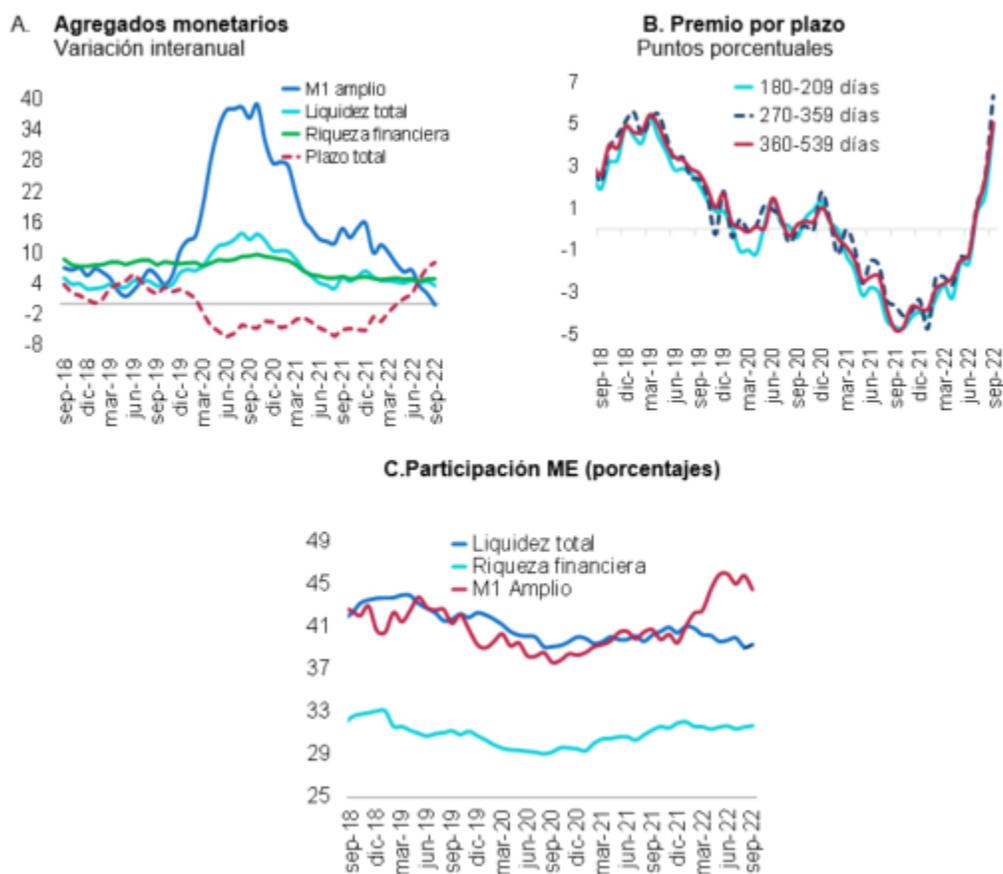
El aumento en el premio por ahorrar en moneda nacional es consecuente con la disminución observada en el periodo en comentario en la dolarización del ahorro financiero (Gráfico 10.C). La participación relativa del componente de la moneda extranjera en el medio circulante amplio, la liquidez total y la riqueza financiera total y privada disminuyó entre 1,1 y 1,6 p.p. en el tercer trimestre con respecto al trimestre previo. Ese comportamiento se aprecia también al incluir la tenencia de activos externos por parte de las operadoras de pensiones en un agregado de riqueza financiera total, toda vez que la participación relativa del componente en dólares de la riqueza financiera pasó de 35,8 en junio del 2022 a 35,4 en agosto de ese mismo año¹⁹.

¹⁷ La tasa de variación anual de la captación a plazo se ubicó en 8,0% en setiembre (1,8% tres meses atrás).

¹⁸ La expectativa a 12 meses de la variación del tipo de cambio pasó de 4,0% en junio del 2022 a 0,7% en setiembre del 2022, según el mercado.

¹⁹ La información de la tenencia de activos externos por parte de las operadoras de pensiones complementarias se dispone con dos meses de rezago.

Gráfico 10. Agregados monetarios, participación relativa de la moneda extranjera (ME) y premio por ahorrar en moneda nacional



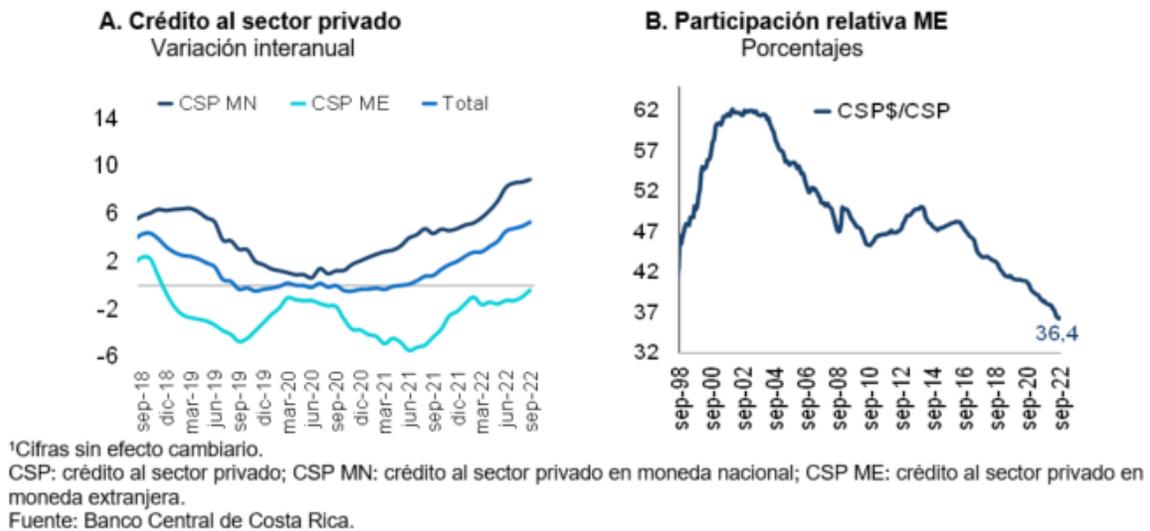
Fuente: Banco Central de Costa Rica

A pesar del aumento en las tasas de interés activas, el crédito al sector privado en moneda nacional sigue en aumento.

En el tercer trimestre del año en curso el crédito al sector privado creció a una tasa interanual de 5,3%, variación explicada, principalmente, por el mayor dinamismo del crédito en colones, que presentó una tasa de 8,9% (contra 8,2% y 5,7% en los dos trimestres previos), mientras que en moneda extranjera se contrajo en 0,4% (Gráfico 11.A). Con ello continuó en este trimestre el proceso de desdolarización del crédito observado desde mediados del 2016, que ubicó la participación relativa de la moneda extranjera en la cartera total en 36,4% al término de setiembre (36,5% en el segundo trimestre) (Gráfico 11.B).

El análisis de fuentes y uso de recursos en los primeros siete meses del año muestra que el incremento del crédito continuó financiado con los fondos provenientes de las obligaciones con el público y de la reducción en la tenencia de títulos fiscales. Asimismo, parte importante de los fondos se han destinado a la constitución de activos externos.

Gráfico 11. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera¹



Recuadro 1. Tercera revisión del programa de reformas económicas de Costa Rica apoyado por el Servicio de Facilidad Ampliada (SAF) del FMI.

El 1.º de marzo del 2021 el directorio ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó la solicitud de Costa Rica de un programa de apoyo financiero denominado *Servicio Ampliado del FMI* (SAF), por un periodo de tres años y por un monto de *USD* 1.778 millones, cuyo objetivo es apoyar las políticas propuestas para alcanzar la sostenibilidad fiscal, garantizar la estabilidad monetaria y financiera e impulsar la recuperación económica posterior a la crisis provocada por la pandemia del COVID-19. Este acuerdo fue autorizado por la Asamblea Legislativa el 19 de julio del 2021, mediante Ley 9895, y el 30 de ese mismo mes se recibió un primer desembolso por *USD* 293 millones.

La primera revisión (misión de seguimiento) de este programa se dio entre el 22 de setiembre y el 6 de octubre del 2021 con resultados satisfactorios en términos del cumplimiento de las metas cuantitativas establecidas para el primer semestre²⁰ del periodo que abarca el SAF. No obstante, el FMI señaló la necesidad de avanzar en la discusión legislativa de los proyectos de ley incluidos en el convenio, que estaban orientados al cumplimiento de la consolidación fiscal y la estabilización de la deuda en el mediano plazo²¹.

²⁰ En particular, se destacó la revisión al alza en el crecimiento de la producción y la mejora en la recaudación tributaria que permitió alcanzar un superávit primario de 0,07% del PIB en agosto del 2021, así como una inflación dentro del rango de tolerancia establecido por el BCCR.

²¹ Dichos proyectos de Ley fueron: N°21336 *Ley marco de empleo público*; N°22354 *Ley de impuesto especial sobre premios de lotería y otros juegos de azar*; N°22364 *Reforma a la Ley General de Aduanas*; N°22369 *Ley de reducción de beneficios fiscales y ajuste de tarifas en rentas de capital*; N°22382 *Impuesto a inmuebles de lujo para uso habitacional; ocasional o de recreo*; N°22384 *Ley de aporte solidario y temporal sobre la utilidad de las empresas públicas al pueblo costarricense para el ajuste fiscal* y N°22393 *Ley de impuesto sobre la renta global dual*.

La segunda revisión tuvo lugar entre el 22 de febrero y el 3 de marzo del 2022, nuevamente el resultado llevó al cumplimiento de las metas cuantitativas establecidas y con avances significativos en la agenda de consolidación fiscal, en donde destacó la aprobación de la Ley Marco de Empleo Público.

En dicha ocasión, el FMI expresó que le parecía adecuado el enfoque prospectivo y basado en datos para la ejecución de la política monetaria por parte del BCCR y su decisión de ajustar gradualmente su política monetaria hacia la neutralidad ante las inminentes presiones externas que se manifestaban en diversos indicadores como resultado de choques de oferta y que darían lugar a desvíos significativos de la tasa de inflación con respecto a la meta de mediano plazo.

Posteriormente, el 29 de marzo de 2022 se realizó el segundo desembolso del SAF por USD 284 millones y se aprobó una extensión del acuerdo por 5 meses hasta el 31 de julio del 2024, así como una reprogramación de los desembolsos.

La tercera revisión se realizó entre el 20 de setiembre y el 4 de octubre del presente año. En esta oportunidad no solo se dio seguimiento a las metas establecidas para los desembolsos de la facilidad de servicio ampliado, sino que, además, se evaluó la solicitud para acceder a los recursos del *Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad* (SRS) por hasta USD 710 millones.

El RSF es de reciente creación²² y tiene como objetivo brindar apoyo presupuestario a un costo accesible y de largo plazo a las economías en su transición hacia la neutralidad del carbono y hacia el desarrollo de infraestructura más resiliente ante el cambio climático, lo que a la vez reduciría las cargas futuras de inversión pública asociadas a este fenómeno. Costa Rica fue uno de los primeros países en solicitar formalmente el acceso a estos recursos, dado el avance que tiene en su agenda de adaptación al cambio climático. A la fecha, solo Barbados y Costa Rica han logrado acuerdos a nivel de personal técnico para la aprobación de estos programas.

En la tercera revisión se alcanzó un acuerdo a nivel del personal técnico tanto para el tercer desembolso del SAF por USD 264 millones como para el acceso a los recursos del RSF, esta última sujeta a la plena operacionalización del Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad. El directorio ejecutivo del FMI analizará estas solicitudes en el mes de noviembre.

El equipo técnico del FMI proyecta que la economía costarricense crecería a una tasa superior a su estimación previa (3,3%), en un contexto de menor dinamismo de la economía internacional y de mayores tasas de interés como resultado del endurecimiento de la política monetaria en la economías emergentes y avanzadas ante el incremento de la inflación desde mediados del 2021.

Dadas las presiones inflacionarias que experimenta el país, el personal del FMI coincidió con

²² Puede obtener más información sobre el Fondo Financiero para la Resiliencia y Sostenibilidad del FMI [aquí](#).

la decisión del Banco Central de restringir su postura de política monetaria mediante ajustes graduales en su tasa de política monetaria, bajo un enfoque prospectivo y basado en datos, así como su estrategia de comunicación permanente y clara con el público. Además, en su análisis comparte la posición de que la inflación general habría alcanzado un máximo en el tercer trimestre del 2022 y convergería paulatinamente a valores cercanos a la meta de mediano plazo en el 2024²³.

Señala, además, que el incremento en los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras han implicado una mayor desacumulación de reservas internacionales, a pesar de la flexibilidad del tipo de cambio. No obstante, considera que las medidas que ha tomado el BCCR (ver Recuadro 3 de este informe) han permitido fortalecer su posición de reservas, pero que debe avanzar con acciones adicionales que favorezcan el funcionamiento del mercado cambiario, el proceso de formación de precios y la autonomía del Banco Central.

En el plano fiscal, destacó el cumplimiento de las metas cuantitativas establecidas, a pesar de los efectos nocivos de los ciberataques.

1.4 Inflación

En el tercer trimestre del 2022 se amplió el desvío de la inflación general y la subyacente con respecto al límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta.

La inflación general y el promedio de los indicadores de inflación subyacente continuaron en aumento en el tercer trimestre del 2022 con respecto al previo y en setiembre se ubicaron en 10,4% y 6,5% en términos interanuales respectivamente, desde el 10,1% y 6,4% registrado en junio pasado, en igual orden (Gráfico 12.A).

Si bien, ambos indicadores se mantuvieron por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta ($3,0\% \pm 1$ p.p.) y nuevamente superaron lo previsto para el trimestre en cuestión en el IPM de julio pasado, en setiembre registraron la primera desaceleración en lo que va del del año, de 1,8 y 0,5 p.p. con respecto al mes previo respectivamente, y es de esperar, que en el contexto del presente episodio inflacionario, estos indicadores hayan alcanzado su tasa interanual máxima en agosto pasado (12,1% y 7,0% en ese orden).

Al igual que en meses previos, los aumentos de los precios de los bienes son los que más “contribuyen” a la aceleración en la inflación (Gráfico 12.B). En particular, destacan los alimentos y combustibles, que aportaron 42,4% y 15,9% de la inflación general interanual a setiembre²⁴. No obstante, en el tercer trimestre del año en curso los precios de los servicios repuntaron a 5,2% en tasa interanual promedio, desde 3,6% en el segundo trimestre (-0,4%

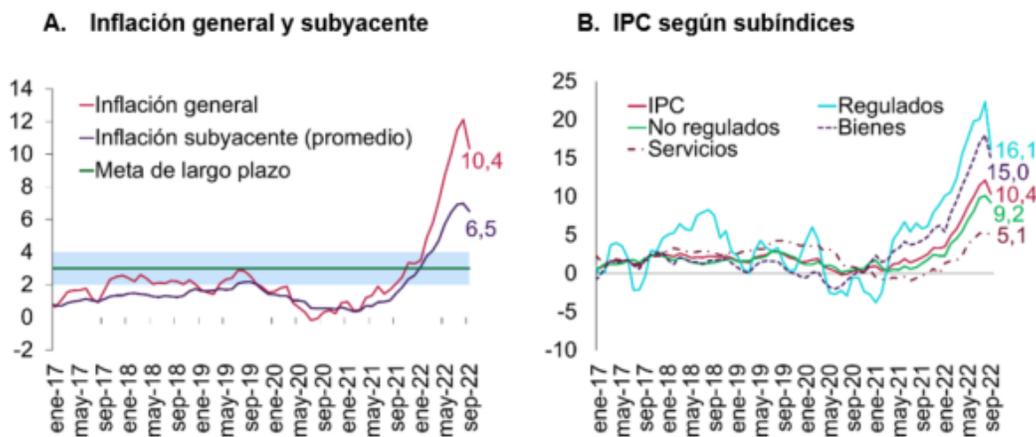
²³ El comunicado de prensa sobre la tercera revisión del FMI con Costa Rica puede consultarse en este [enlace](#).

²⁴ Dada la ponderación de los bienes en la canasta del IPC base diciembre del 2020 de 53%, alrededor del 78,5% de la inflación general en el tercer trimestre del 2022 fue explicada por el aporte de la inflación de bienes.

en el 2021). Destaca el aumento en el precio de los combustibles, que determina la mayor inflación del componente regulado del IPC, mientras que el alza en los alimentos explica la del componente no regulado.

Gráfico 12. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes



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

Desde enero del año en curso, el componente regulado del IPC registra tasas de crecimiento interanuales de dos dígitos, situación que también se presenta en el componente no regulado a partir de agosto. Específicamente, en el tercer trimestre el componente regulado registró una variación interanual promedio de 19,5% (17,7% el trimestre previo), debido principalmente por el aumento de 39,7% en el precio local de los combustibles (diésel y gasolinas).

La inflación interanual de los bienes y servicios no regulados pasó de 6,9% en el segundo trimestre a 9,7% en el tercero, influido por el aumento en el precio de los alimentos ya comentado. Dada su alta ponderación en la canasta del IPC (85% en diciembre del 2020), dicho componente explicó 75,7% de la inflación general de setiembre del 2022.

La aceleración de la inflación responde en mayor medida al aumento de la inflación internacional; sin embargo, algunos factores internos también han influido.

En Costa Rica, como país pequeño, abierto y altamente integrado al resto del mundo en sus transacciones financieras y comerciales, las presiones inflacionarias externas se transmitieron a la inflación local sobre todo en los precios de los alimentos y combustibles, como ya se indicó.

Si bien la aceleración de la inflación local responde principalmente a una inflación de costos de origen importado y, por tanto, está fuera del control de la política monetaria, a lo interno se suman algunos factores. Entre ellos está el efecto base asociado a la baja inflación

registrada en los primeros nueve meses del 2021 (promedio de 1,3%), particularmente en el tercer trimestre de ese año fue de 1,8% como consecuencia de los efectos económicos de la pandemia por COVID-19.

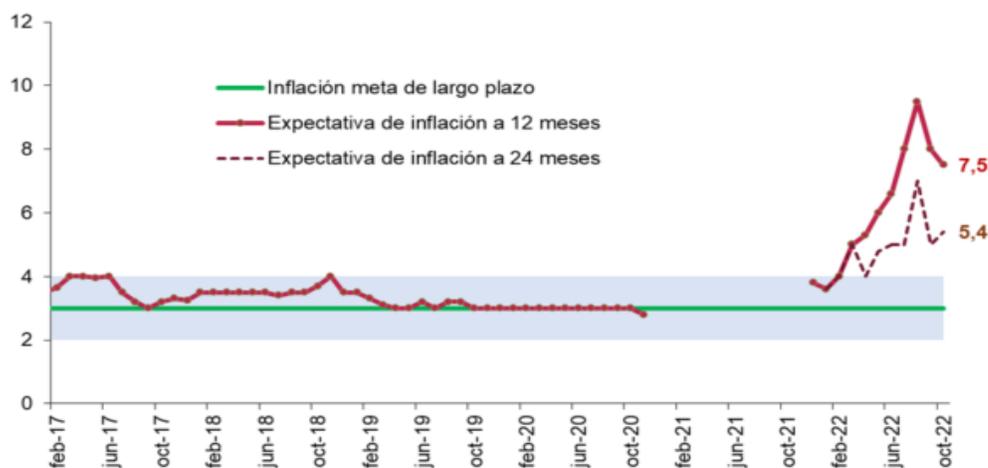
Además, ha incidido el repunte de la demanda interna, en línea con la disipación gradual de algunas fuerzas desinflacionarias presentes en la economía costarricense desde el 2019 que se acentuaron en el 2020 por la pandemia, así como la depreciación del colón durante el primer semestre del año en curso.

El alza de la inflación se ha dado en un contexto de aumento de las expectativas inflacionarias, aunque en setiembre y octubre se moderaron con respecto a agosto (Gráfico 13). En este último mes, la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios, muestra que la mediana de las expectativas fue de 7,5% y 5,4% a 12 y 24 meses en ese orden (9,5% y 7,0% en agosto)²⁵.

El comportamiento de las expectativas es crítico en la evolución de la inflación, pues si se alejan de la meta y no retornan a esta en un plazo relativamente corto, se corre el riesgo que la economía entre en un régimen de “alta inflación” y se arraiguen expectativas de que la inflación se mantendrá alta por un tiempo indeterminado, lo cual es altamente costoso en términos de eficiencia económica y equidad, lo que induce a su vez a los bancos centrales a mantener tasas de interés altas por periodos más prolongados. (Recuadro 2).

Gráfico 13. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁵ La Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio se suspendió de diciembre 2020 a noviembre 2021 (más detalle en los comunicados “[Suspensión de la encuesta Expectativas de inflación y tipo de cambio](#)” y “[Banco Central reanuda Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio](#)”). En enero del 2022 el BCCR reanudó la Encuesta con horizontes de 12 y 24 meses para la inflación y de 3 y 12 meses para el tipo de cambio (en diciembre del 2021 se consultó las expectativas de inflación solo a 12 meses).

Los precios al productor de la manufactura dieron señales de desaceleración en el tercer trimestre del 2022, aunque se mantienen en tasas de dos dígitos.

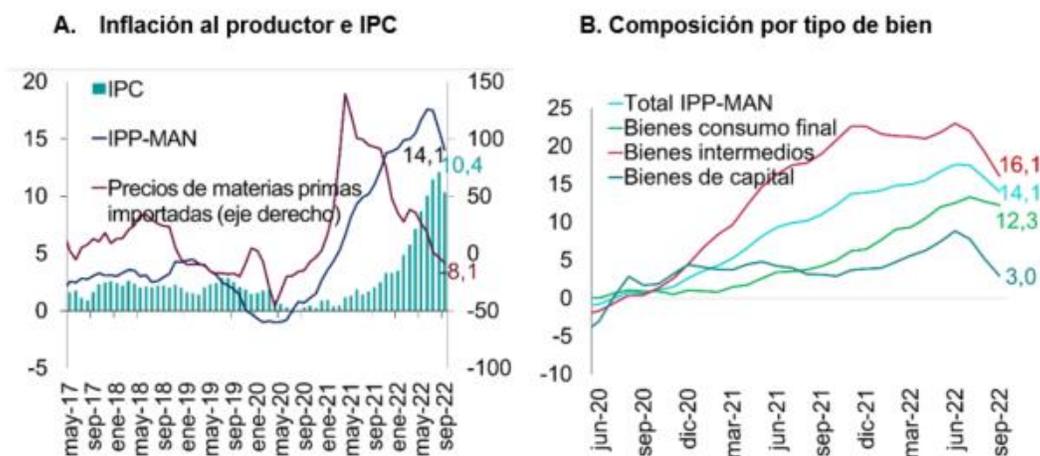
Desde agosto del 2021 la inflación interanual al productor, medida con el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN), se ubicó en tasas de dos dígitos (Gráfico 14.A).

En el tercer trimestre del año en curso la variación promedio dio señales de desaceleración al ubicarse en 15,8% (16,6% en el trimestre previo), aunque todavía constituye un factor de riesgo alcista sobre la inflación al consumidor. El comportamiento reciente refleja la reducción en el precio de las materias primas importadas, la mejora en las cadenas globales de suministro y la disminución del tipo de cambio en meses recientes.

Al considerar el IPP-MAN por tipo de bien para el mercado interno, sus diferentes componentes muestran la tendencia hacia la desaceleración del indicador general (Gráfico 14.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, se mantiene todavía en tasas de dos dígitos (12,3% en setiembre). 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 disminuyan.

Gráfico 14. Inflación al productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 2. Importancia de que las expectativas inflacionarias se mantengan alineadas con la meta de inflación.

La expectativa de inflación corresponde a la tasa a la cual los agentes económicos esperan que crezcan los precios en el futuro, a partir de la información que conocen en el momento

en que se formula esta expectativa y que consideran relevante.

Para un banco central esta es una variable de alto interés debido a que la idea que tengan los agentes de lo que serán los precios en el futuro afectan sus decisiones en el presente, las cuales repercuten a su vez en los cambios de los precios que efectivamente se observan. Por ejemplo, con esas expectativas negocian contratos que se ejecutarán en el futuro, entre ellos los aumentos salariales. En este recuadro se analiza el significado de que las expectativas de inflación estén ancladas y la importancia que tiene para el control de la inflación el logro de este hito.

Aunque no existe consenso sobre la definición del anclaje de las expectativas, la literatura indica que estas se encuentran ancladas si los indicadores de expectativas de mediano y largo plazo²⁶ cumplen varias condiciones, entre ellas: están centradas alrededor de un valor de referencia explícito o implícito y, en particular, no reaccionan ante movimientos transitorios en la inflación observada o en indicadores de expectativas de corto plazo (Demertzis et al., 2012) y su respuesta ante noticias macroeconómicas debería ser pequeña (Kumar et al., 2015). Así, las expectativas de mediano y largo plazo deberían ser estables en el tiempo y cercanas a un punto focal.

Si las expectativas se encuentran ancladas, la dispersión de estas a largo plazo de de un conjunto heterogéneo de agentes económicos debería ser pequeña (Ehrmann, 2015). Así, de manera ideal, la mayoría de los agentes económicos debería tener una expectativa de inflación de mediano y largo plazo relativamente similar y todos ellos deberían ser conscientes del nivel de expectativa de los demás (Brunnermeier, 2021).

Unas expectativas de inflación ancladas reflejan la confianza de los agentes económicos en que un banco central implemente políticas que en el mediano plazo permitan alcanzar un nivel de inflación cercano al de su meta. Al respecto, Bems et al (2021) encuentran que existe una correlación positiva entre el nivel de anclaje de las expectativas y (i) el grado de independencia de los bancos centrales, (ii) el que el país cuente y cumpla con una regla fiscal y (iii) la claridad con la que el banco central comunica las políticas que implementa.

Ahora bien, ¿por qué es importante para un banco central que las expectativas de inflación se encuentren ancladas? Desde una perspectiva teórica, ello le brinda mayor libertad al banco central para realizar una política monetaria flexible que fomente una mayor estabilidad de la producción y el empleo en el corto plazo, mientras que asegura la estabilidad de precios en el largo plazo (Orphanides y Williams, 2007). Esto se debe a que la persistencia de la inflación en respuesta a un choque transitorio no solamente depende de factores intrínsecos, como la inflación observada, sino de cómo el banco central define su política monetaria y la credibilidad que éste tiene (Führer, 2010).

La intuición económica de este resultado es la siguiente. Si las expectativas de inflación se

²⁶Los estudios sobre el anclaje de las expectativas de inflación, en general, consideran indicadores de expectativas de inflación con horizontes de 3 años o plazos mayores.

encuentran ancladas, cuando los agentes negocian precios, salarios y contratos sobre transacciones que realizarán en el futuro, lo hacen a partir de una expectativa de inflación que es coherente con el objetivo de inflación de largo plazo del banco central, lo cual refuerza el logro del objetivo inflacionario y con ello la credibilidad del banco central.

Aún más importante, esta coincidencia entre el objetivo del banco central y el comportamiento de los agentes se mantendría, aunque se observen desviaciones transitorias en la inflación, lo que le brinda al banco central la flexibilidad para implementar políticas para estabilizar el producto y el empleo en el corto plazo.

Este resultado teórico sobre la importancia del anclaje se ha evaluado empíricamente durante los últimos años. Bems et al. (2020) muestran cómo el anuncio de una reducción en la compra de bonos que realizó la Reserva Federal de los Estados Unidos en mayo del 2013 (evento conocido como “*taper tantrum*”) tuvo distintas implicaciones en los mercados emergentes de acuerdo con el nivel de anclaje de las expectativas.

Aunque todos los países analizados experimentaron caídas en el producto y pérdidas en el valor de la moneda similares, en los que las expectativas no se encontraban ancladas, el traspaso de las variaciones en el tipo de cambio a la inflación fue superior y, por ende, experimentaron mayores aumentos en la inflación.

Similarmente, Bems et al. (2021) encuentran que choques en los términos de intercambio tienen un efecto significativo y persistente en la inflación de los países en los que las expectativas no se encuentran ancladas, mientras que en los que las expectativas de inflación se encuentran ancladas la inflación reacciona menos ante estos choques y regresa de manera rápida a sus niveles iniciales.

En el caso de Costa Rica, las expectativas de inflación actualmente se cuantifican de dos maneras: a) por medio de una encuesta mensual que inició en enero del 2006 y b) a partir de un indicador que utiliza información de las negociaciones de títulos de deuda interna en moneda nacional del Ministerio de Hacienda y del BCCR, realizadas en el mercado primario y secundario local.

La encuesta considera una muestra que incluye académicos, consultores económicos, analistas bursátiles y empresarios. A lo largo de los años, en esta encuesta se han consultado expectativas de inflación a diferentes horizontes, pero siempre se ha mantenido el horizonte a 12 meses.

Para el indicador de expectativas de mercado, Segura-Rodríguez (2019) utiliza y extiende la metodología propuesta por Gimeno y Marqués (2012) para obtener expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio para Costa Rica. En este caso, el indicador se encuentra disponible desde el 2009 y para diferentes horizontes, entre ellos el de 12 meses. El comportamiento de ambos indicadores a este horizonte se presenta en el Gráfico 2.1.

El indicador de expectativas de inflación a 12 meses que se obtiene a partir de la encuesta ha variado sustancialmente en el tiempo. Sin embargo, una particularidad es que durante la mayoría del período observado estas expectativas se ubicaron por encima de la meta del BCCR. Así, a pesar de que desde el 2009 se han reducido, fue hasta abril del 2015 cuando se ubicaron dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación del BCCR. Desde ese momento, con excepción de una observación, las expectativas se mantuvieron dentro de este rango y convergieron lentamente desde su valor superior hacia su valor central. Este comportamiento sugiere que, de manera paulatina, los agentes económicos incrementaron el grado de confianza en el compromiso del Banco Central de mantener la inflación baja y estable.

El gráfico muestra que para el periodo comprendido entre diciembre del 2020 y diciembre de 2021 no existe información para el indicador de la encuesta, debido a que esta se suspendió temporalmente. De manera coincidente con la reactivación de la encuesta, las presiones inflacionarias se acentuaron como consecuencia de la persistencia de los problemas en las cadenas de suministros y de las implicaciones directas del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y el incremento en el tipo de cambio en el primer semestre de 2022. Estas presiones se tradujeron rápidamente en un incremento en expectativas de inflación, las cuales ahora superan ampliamente el valor de la meta de inflación.

En contraste, las expectativas de inflación extraídas de los datos del mercado se han mantenido dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta o en niveles inferiores a este desde finales del 2018.

Con excepción de un valor, la expectativa a 12 meses ha sido menor a 4 puntos porcentuales desde enero del 2013. Actualmente, a pesar de evidenciar un aumento durante el 2022, aún no han superado el valor superior del rango de tolerancia alrededor de la meta del BCCR (3% + 1 p.p.).

El hecho de que las expectativas de la encuesta se incrementaran rápidamente ante aumentos en la inflación, sugiere que las ganancias en la credibilidad del Banco Central durante los últimos años todavía son frágiles y que la consolidación del esquema de meta de inflación todavía no es un proceso concluido.

Sin embargo, recientemente ha habido algunos cambios. Primero, las expectativas a partir de la encuesta parecen haber alcanzado su valor máximo y han reaccionado rápidamente a la baja ante las decisiones de política del BCCR conducentes a controlar el crecimiento de los precios. Segundo, la reducción en la inflación observada durante setiembre del 2022 podría reforzar este proceso de caída en las expectativas. Tercero, las expectativas de inflación a partir de la encuesta se encuentran alineadas con el valor y la tendencia de las proyecciones de inflación del BCCR.

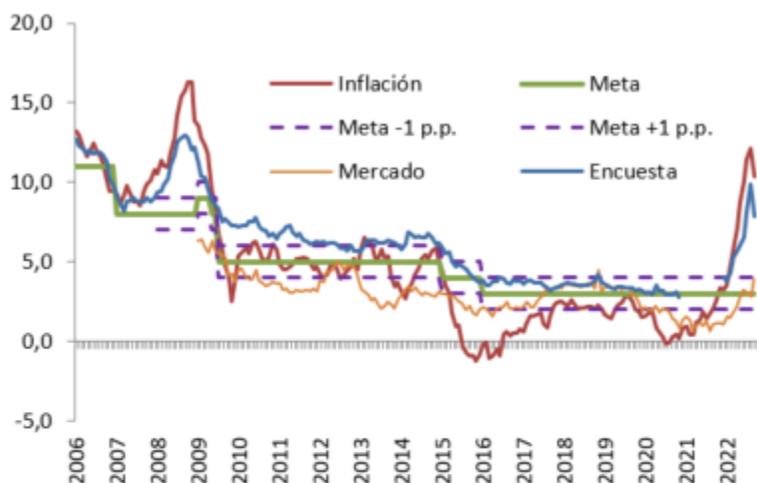
Lo anterior refleja la credibilidad de las herramientas de análisis con las que cuenta la autoridad monetaria y favorecería el anclaje de las expectativas en un futuro cercano. Por

último, las expectativas medidas a partir de los datos del mercado se han mantenido contenidas dentro del rango meta, lo que reduce la presión en los mercados financieros.

La efectividad de la política monetaria y la reducción del precio de las materias primas a nivel internacional tienen el potencial de lograr que las expectativas de inflación medidas con la encuesta puedan alcanzar nuevamente, en el mediano plazo, el rango de tolerancia alrededor de la meta y con ello contribuir al proceso de desaceleración del crecimiento de los precios.

Lo anterior reduciría la probabilidad que se arraigue en Costa Rica un “régimen de alta inflación” que reduzca el poder adquisitivo de la población y que eleve los costos en términos de bienestar de cumplir, por parte del BCCR con el mandato de proveer una inflación baja y estable a la sociedad.

Gráfico 2.1. Inflación, meta y expectativas de inflación (mercado y encuesta)
Variación interanual



Fuente:

Bems, R., Caselli, F., Grigoli, F., & Gruss, B. (2020). Gains from anchoring inflation expectations: Evidence from the taper tantrum shock. *Economics Letters*, 188, 108820.
 Bems, R., Caselli, F., Grigoli, F., & Gruss, B. (2021). Expectations' anchoring and inflation persistence. *Journal of International Economics*, 132, 103516.
 Brunnermeier, M. (2021). Panel on Monetary Policy in an Uneven Economy: Averaging and Anchoring: Is there an Inflation Dilemma?
 Demertzis, M., Marcellino, M., & Viegli, N. (2012). A credibility proxy: Tracking US monetary developments. *The BE Journal of Macroeconomics*, 12(1).
 Ehrmann, M. (2015). Targeting Inflation from Below: How Do Inflation Expectations Behave?. *International Journal of Central Banking*, 11(4), 213-249.
 Führer, Jeffrey C., 2010. Inflation persistence. *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 3. Elsevier, pp. 423–486.
 Kumar, S., Afrouzi, H., Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Inflation targeting does not anchor inflation expectations: Evidence from firms in New Zealand (No. w21814). National Bureau of Economic Research.
 Orphanides, A., & Williams, J. C. (2007). Inflation targeting under imperfect knowledge. Banco central de Chile.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

Desde mediados del 2020 y durante la mayor parte del 2021, el BCCR mantuvo la TPM en 0,75%, su mínimo valor 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 en junio pasado.

Dicho incremento reforzó, en el tercer trimestre del presente año, la tendencia decreciente que ha mostrado la liquidez del sistema financiero y, por tanto, es de esperar que haya contribuido a mitigar las presiones inflacionarias. Además, en este trimestre se redujeron las presiones al alza que enfrentó el mercado cambiario en la primera mitad del año, lo cual también habría contribuido a desacelerar la inflación.

2.1 Tasa de política monetaria

En el tercer trimestre del 2022 el BCCR continuó con ajustes al alza en la TPM con el propósito de controlar las presiones inflacionarias.

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 ubicó en 0,75%, su mínimo nivel 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. El incremento en ese mes fue de 50 p.b., mientras que en lo que va del 2022 ha sido de 775 p.b., con lo cual a octubre se ubica en 9,0%.

Particularmente, de julio a la fecha la Junta Directiva aumentó la TPM en tres ocasiones; la primera el 27 de julio, por 200 p.b., la segunda el 14 de setiembre, por 100 p.b., y la tercera el 26 de octubre, por 50 p.b. Estos aumentos de la TPM se fundamentaron, como es usual en esquemas monetarios de meta de inflación, en un análisis del entorno macroeconómico que incluye la evolución prevista de la inflación y de sus determinantes, así como una valoración de los riesgos alrededor de esas proyecciones. El Banco Central justificó estos ajustes en los siguientes argumentos:

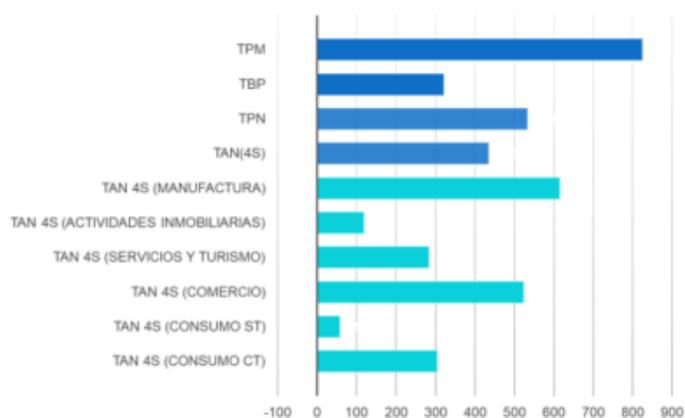
1. La persistencia, mayor a la prevista a inicios del presente año, de las presiones inflacionarias globales.
2. Producto de esas presiones externas, en Costa Rica la inflación se ha ubicado desde febrero del actual año por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de su meta de largo plazo ($3\% \pm 1$ punto porcentual). Ello ha elevado las expectativas inflacionarias, así como el riesgo de provocar efectos inflacionarios de segunda ronda, que tienden a incrementar la persistencia del choque inflacionario externo.
3. Con el propósito de romper la persistencia inflacionaria es necesario que las acciones de política monetaria contrarresten primero la tendencia creciente de estas

expectativas y luego induzcan, gradualmente, su convergencia hacia el objetivo inflacionario.

4. El Banco Central reconoce la transmisión que existe entre los incrementos en la TPM y las tasas de interés del sistema financiero y sus implicaciones, sobre todo en el corto plazo sobre la demanda de crédito, el ingreso disponible y la actividad económica. Por ello busca la convergencia de la inflación a niveles bajos y al menor costo posible en términos de crecimiento económico, para lo cual es necesario actuar con prudencia, pero con firmeza, en reducir la persistencia de los altos niveles de inflación y evitar así que se arraiguen expectativas de alta inflación por un tiempo indeterminado.

Los aumentos de la TPM se han trasladado gradualmente a las tasas de interés del sistema financiero²⁷ (Gráfico 15). Así, del 15 de diciembre del año anterior al 27 de octubre del presente año, la tasa de interés pasiva negociada en colones (TPN) y la Tasa Básica Pasiva (TBP) registraron aumentos de 533 y 322 p.b, en su orden, mientras que la tasa de interés activa negociada (TAN) se incrementó en 435 p.b. En ese mismo periodo, la TPM aumentó en 825 p.b., por lo cual todavía una parte de ese ajuste no se ha trasladado a las tasas de interés del sistema financiero.

Gráfico 15. TPM, tasa básica pasiva, tasa de interés pasiva y tasas de interés activas por tipo de actividad, variaciones absolutas entre el 15/12/2021 y el 27/10/2022



Nota: 4s: 4 semanas.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

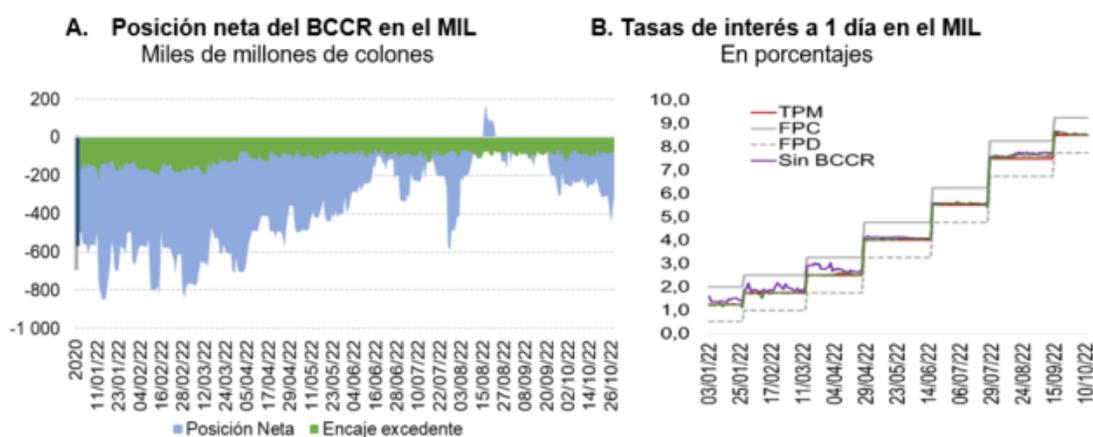
2.3 Gestión de la liquidez

²⁷ Según 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.

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; sin embargo, en meses recientes el sistema financiero muestra mayores excedentes.

A partir del segundo cuatrimestre del 2022 la liquidez del sistema financiero, medida con los depósitos netos de las entidades financieras en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)²⁸ mostró una reducción gradual y significativa (Gráfico 16.A), que también se manifestó en una menor brecha de las tasas de interés negociadas por los participantes en este mercado a un día plazo (excluidas las operaciones del BCCR) con respecto a la TPM (Gráfico 16.B).

Gráfico 16. Posición neta del BCCR en el MIL y tasas de interés a un día en el MIL



La reducción de la liquidez sistémica en este período estuvo determinada, principalmente, por la contracción monetaria asociada al incremento en la tasa de encaje mínimo legal para operaciones en moneda nacional²⁹, así como a la venta de divisas al sector público y a las operadoras de pensiones³⁰.

No obstante, en semanas recientes, esta disponibilidad de liquidez aumentó, producto principalmente de la compra de divisas por parte del BCCR, para restituir gradualmente las ventas realizadas en meses previos al sector público (*USD 567 millones* entre el 1 de julio y el 28 de octubre últimos), así como del uso de los depósitos mantenidos por la Tesorería Nacional en el Banco Central.

²⁸ El BCCR gestiona las condiciones de liquidez mediante operaciones en el MIL y las operaciones de mercado abierto. A mediano y largo plazo, la liquidez también es afectada por las variaciones en la tasa de encaje mínimo legal.

²⁹ La tasa de encaje mínimo legal es un porcentaje de los depósitos y captaciones que deben mantener depositado en el Banco Central los intermediarios financieros regulados por la Sugef. En junio pasado la Junta Directiva del BCCR acordó aumentar en 3 p.p. este requerimiento para las operaciones en moneda nacional, para ubicarlo en 15% a partir de la segunda quincena de julio, con lo cual se iguala el porcentaje aplicado para moneda nacional y extranjera. El objetivo del aumento del EML fue evitar que los excesos de liquidez que mostraban los intermediarios financieros en el primer semestre de este año se manifestaran como presiones de demanda al alza sobre los precios internos y el tipo de cambio. Como resultado de esta medida, la liquidez se contrajo en aproximadamente €357.000 millones.

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.

Por su parte, la participación del BCCR en los mercados administrados por la Bolsa Nacional de Valores durante este año ha sido muy baja. En el de recompras participó por un monto de USD 0,75 millones y en el mercado secundario compró títulos propios por ¢428 millones entre julio y agosto.

En lo que respecta a la captación de recursos en moneda extranjera, el Banco Central puso a disposición de los agentes económicos desde diciembre del 2021 subastas de Operaciones diferidas de liquidez en el MIL y, a partir de junio del presente año, retomó la colocación de BEM denominados en dólares. Esta medida, además de brindar instrumentos adicionales para la colocación de recursos, contribuye a fortalecer la posición de las RIN.

Así, durante este año, el BCCR ha colocado BEM por un monto de USD 63,3 millones (valor facial)³¹ al tiempo que, en las subastas efectuadas en el MIL, el saldo promedio mensual colocado en ese instrumento (14 y 28 días), de enero a octubre, se ubicó en torno a USD 45,0 millones.

2.4 Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario

Las presiones en el mercado cambiario se moderaron en lo que transcurre del segundo semestre del 2022, lo cual se manifestó en una reducción del tipo de cambio del dólar.

En el tercer trimestre del 2022 las operaciones cambiarias del público con los intermediarios cambiarios dieron como resultado un superávit de USD 1.207,7 millones, superior en USD 782 millones con respecto al mismo periodo en el año anterior y en USD 900,1 millones en comparación con el segundo trimestre del presente año.

Ese mayor superávit es reflejo principalmente del incremento en la oferta, pero también de una menor demanda. La oferta promedio diaria pasó de USD 92,6 millones en el segundo trimestre del presente año a USD 100,5 millones en el tercero, mientras que en igual lapso la demanda promedio diaria disminuyó de USD 87,6 millones a USD 81,0 millones.

Las menores presiones de demanda se explican, en buena medida, por la disminución en los precios internacionales de las materias primas observada en meses recientes; el alivio en los problemas de oferta ante la disrupción en las cadenas de suministro; la menor demanda de divisas de las operadoras de pensiones y de los usuarios del crédito, esto último consecuente con el proceso gradual de desdolarización del crédito al sector privado. Además, influyó el ajuste en las tasas de interés en colones, que promovió el ahorro en moneda nacional y contuvo el proceso de dolarización relativa de la riqueza financiera y, por esta vía, moderó las presiones de demanda en el mercado cambiario.

No se puede descartar el efecto que sobre el ordenamiento del mercado cambiario y el proceso de formación de precios tuvo la decisión del BCCR que, a partir de julio, los

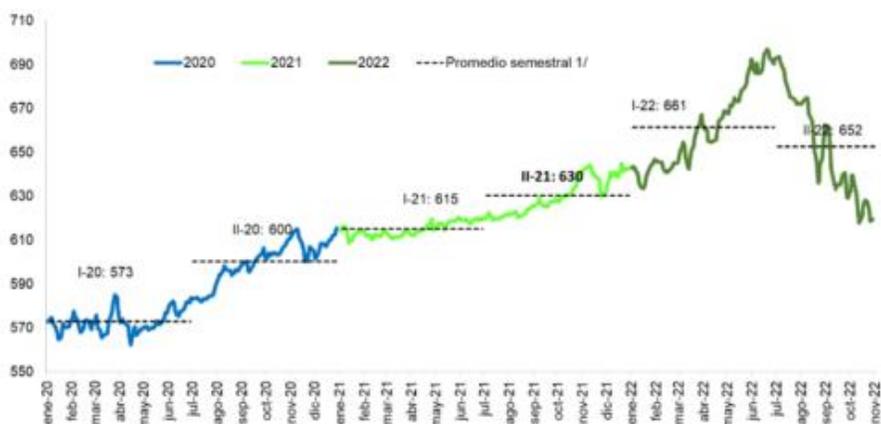
³¹ De los valores colocados 94,3% vencen en mayo del 2025 y el resto, el mismo mes, pero del 2027.

administradores de fondos de terceros realizaran sus operaciones cambiarias en el Monex (Recuadro 3).

Del lado de la oferta de divisas sobresale la recuperación del turismo receptor y el continuo efecto de la atracción de inversión extranjera al país, que se manifiesta en las tasas de crecimiento de dos dígitos en las exportaciones realizadas por las empresas adscritas a los regímenes especiales de comercio.

En este contexto, a partir de la última semana de junio el tipo de cambio promedio ponderado del Monex bajó (Gráfico 17). Entre el 21 de junio y el 28 de octubre, el tipo de cambio disminuyó en $\text{¢}78,26$ y a esta última fecha presentó una variación interanual de $-3,1\%$ y una variación acumulada de $-3,7\%$ ($4,9\%$ y $3,7\%$ respectivamente al 28 de octubre del 2021).

Gráfico 17. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por USD



¹El II semestre del 2022 con cifras al 28 de octubre del 2022.

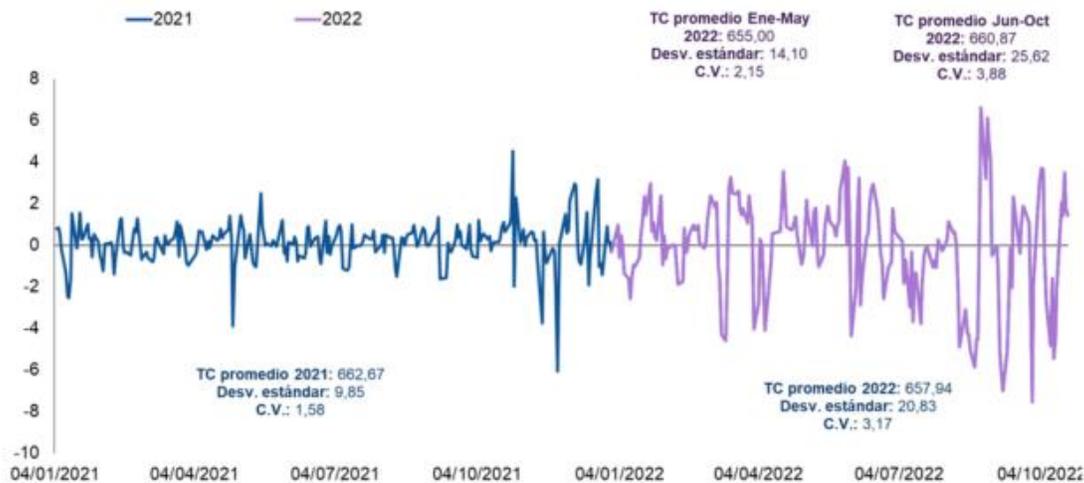
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Es importante mencionar que el régimen cambiario vigente en el país, de flotación administrada, implica que el tipo de cambio se determina primariamente por las fuerzas de la oferta y la demanda. Lo acontecido en los últimos meses así lo ilustra, pues el mercado privado de cambios, si bien ha sido superavitario, ha mostrado patrones distintos a lo largo del año, lo cual influyó en el comportamiento de este macro precio.

Por ejemplo, en el segundo trimestre de este año, el superávit en el mercado privado de cambios (“ventanillas” de los intermediarios cambiarios) fue de $USD 307,6$ millones, monto insuficiente para atender la demanda de divisas del sector público no bancario, y de las operadoras de pensiones, es decir la demanda total superó la oferta privada del mercado de cambios, lo que se manifestó en incrementos en el tipo de cambio y en el uso de reservas internacionales.

De julio al 28 de octubre ese superávit aumentó a *USD 1.700,9 millones* y fue más que suficiente para atender la demanda total de divisas, lo que le permitió al BCCR una agresiva participación en el Monex como comprador de divisas con el propósito de atender no solo el requerimiento contemporáneo del SPNB sino también restituir parte de las divisas vendidas de previo a estas entidades (en este lapso restituyó *USD 567 millones*). En este lapso la volatilidad del tipo de cambio ha sido mayor (Gráfico 18).

Gráfico 18. Indicadores de volatilidad de Monex



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Además, el comportamiento del mercado cambiario hizo que el Banco Central prácticamente no necesitara efectuar operaciones en dicho mercado por fines de estabilización; en el tercer trimestre solo realizó una venta neta de *USD 8,3 millones* (*USD 168,2 millones* el trimestre previo).

La situación superavitaria del mercado cambiario se reflejó también en las reservas internacionales (RIN), cuyo saldo al 28 de octubre ascendió a *USD 7.755,1 millones*, lo cual significó un aumento de *USD 1.557,7 millones* con respecto a lo registrado a finales del segundo trimestre, influido por el ingreso de los recursos provenientes del préstamo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por *USD 1.100 millones* (en agosto) y de las compras realizadas por el BCCR como parte del proceso de restitución gradual de las divisas vendidas en el pasado al SPNB.

Recuadro 3. Medidas aplicadas por el BCCR en meses recientes para mejorar el funcionamiento del mercado cambiario

El adecuado funcionamiento del mercado cambiario es de importancia para el logro de los objetivos asignados al Banco Central en su Ley Orgánica. Esto por cuanto en ese mercado se determina uno de los macroprecios de mayor relevancia para la economía costarricense, cual

es el tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar de los Estados Unidos. Este macroprecio incide en la trayectoria de la inflación, cuyo control es el principal objetivo de la política monetaria. Por ello, es preciso que su valor no sea afectado por condiciones operativas que distorsionen el proceso de su determinación.

El Banco Central analiza en forma continua el mercado cambiario con el fin de identificar aspectos que podrían mejorar su funcionamiento. Como parte de las medidas recientes destacan:

- a. La 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.
- b. La contratación del crédito de apoyo de balanza de pagos ante el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por *USD* 1.100 millones, con el fin de mejorar el blindaje financiero del país.
- c. La reducción del 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 son complementarias a 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 sector público no bancario, 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 Monex cuando su saldo administrado sea superior al monto que determine el BCCR.

Adicionalmente, el BCCR analiza otras medidas con el mismo fin de mejorar el funcionamiento del mercado cambiario, dentro de las cuales pueden citarse las siguientes:

- d. Adoptar el Código Global para el Mercado Cambiario (FX Global Code) del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) como requisito para participar en el Monex. La Junta Directiva incluyó este requisito en el Reglamento de Operaciones Cambiarias de Contado, medida que fue enviada en consulta (artículo 7 de la sesión 60-82-2022).

En la redacción de este código se tuvo presente la diversidad de participantes que operan en el mercado de divisas, que tienen diferentes productos e intereses, y su objetivo es definir un conjunto de directrices comunes para la participación responsable en el mercado. Por tanto, con esta medida se pretende que los participantes del mercado cambiario local cuenten con un marco de gobernanza sólido y eficaz, que promueva la participación ética, responsable y transparente en el mercado de divisas, fundamentada en el conocimiento técnico adecuado y la comprensión de los productos de divisas.

- e. Establecer requerimientos adicionales de información cambiaria, que permitan evaluar de mejor forma el comportamiento del mercado cambiario y analizar sus posibilidades de desarrollo. Por ejemplo, en la actualidad no se dispone de datos sobre la contraparte con la que se efectúan las operaciones cambiarias, tanto para las operaciones en el mercado de contado como para las operaciones a plazo.

Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política

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

Las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial se revisan a la baja, principalmente por el impacto económico de la guerra entre Rusia y Ucrania y la política contractiva de los bancos centrales para contener la elevada inflación. Pese a ello, los organismos internacionales prevén una mayor inflación internacional, especialmente para el 2022, para luego descender en los dos siguientes años, pero sin llegar en el agregado mundial a los niveles en torno a los objetivos inflacionarios usuales de los bancos centrales.

En ese contexto, para la economía nacional se proyecta un crecimiento del PIB de 4,3% y 2,7% en el 2022 y el 2023, respectivamente, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado. En este bienio la inflación en Costa Rica se mantendría por encima del margen de tolerancia con respecto a la meta y retornaría a dicho rango en el 2024. Los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se inclinan al alza.

Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas. A ello se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión y de que se generen conflictos sociales. En el ámbito local destacan un deterioro más acentuado de las expectativas de inflación con respecto a la meta, una demanda mayor de divisas y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

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.

El retiro de la política monetaria expansiva, los problemas de suministro, la política de tolerancia cero del COVID-19 y las prolongadas tensiones financieras entre los urbanizadores, estos dos últimos en China, y la extensión del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, han llevado a lo largo de año a un ajuste continuo y significativo por parte de los organismos financieros internacionales de sus proyecciones de crecimiento económico e inflación para el 2022.

El Banco Mundial (BM), en su informe “Perspectivas económicas mundiales” de junio pasado redujo las 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. Asimismo, prevé que la inflación internacional disminuya a 3% a mediados del 2023, influida por la desaceleración de la economía mundial, la disminución de los problemas en las cadenas de suministros y el aumento de la oferta de productos básicos. Pese a esa reducción, ese nivel sería de alrededor de 1 p.p. superior a su valor promedio en el 2019.

En igual sentido, el informe de perspectivas económicas provisionales de la OCDE de setiembre del 2022 pronostica una desaceleración de la actividad económica mundial, desde 5,8% en el 2021 hasta 3,0% en el 2022 y 2,2% en el 2023, este último por debajo de las proyecciones publicadas en junio pasado (2,8%).

Por su parte, el FMI, en su informe “Perspectivas de la economía mundial” de octubre de 2022 mantuvo la proyección de crecimiento mundial para el presente año (3.2%) y revisó a la baja la del próximo en 0,2 p.p. con respecto al informe de julio, para ubicar esta última en 2,7% en el escenario base (Gráfico 19.A).

El crecimiento proyectado para el 2023, es el más débil desde el 2001, con excepción de la crisis financiera mundial y la fase aguda de la pandemia del COVID-19.

El FMI señaló que prevé una desaceleración generalizada y más acentuada de lo previsto en julio para el 2023, con la característica de que varios países, que representan aproximadamente un tercio de la economía mundial, se encuentran a punto de contraerse este o el próximo año. Para el 2024, el FMI prevé que la economía mundial retornaría a un crecimiento similar al del 2022 (3,2%).

Para Estados Unidos, China y la zona del euro, las tres principales economías del mundo, el citado organismo prevé que pasarían de un crecimiento de 1,6%, 3,2% y 3,1% en el 2022 a 1,0%, 4,4% y 0,5% en el 2023 en el 2023, respectivamente (Gráfico 19.B).

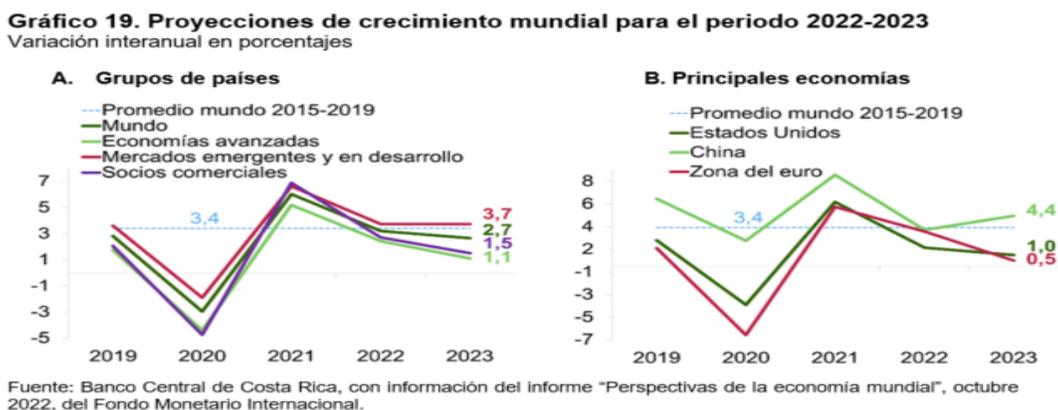
En Estados Unidos, el crecimiento económico ha sido perjudicado por el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras, mientras que en China ha pesado el debilitamiento del sector inmobiliario y los continuos confinamientos para contener el contagio del virus SARS-CoV 2.

En la zona del euro y en Europa en general, la crisis energética provocada por las sanciones impuestas por occidente a Rusia, que previamente era su mayor proveedor, ha incidido en la desaceleración prevista para 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 20 y 21 de setiembre pasado modificó su proyección de crecimiento económico para el 2022 a [0,1%, 0,3%] y para el 2023 a [0,5%, 1,5%]³², y ubicó su perspectiva de inflación en [5,3%, 5,7%] y [2,6%, 3,5%]³³, en igual orden³⁴. Para la tasa de fondos federales, pronosticó los siguientes rangos para el bienio 2022-2023: [4,1%, 4,4%] y [4,4%, 4,9%].

Por su parte, el BCE), en su reunión de política monetaria del pasado 8 de setiembre, revisó al alza su proyección de crecimiento para el 2022 hasta 3,1% y la redujo para el 2023 a 0,9% (2,8% y 2,1% previstos en junio del 2022). Asimismo, actualizó su estimación de inflación a 8,1% y 5,5% para el bienio 2022-2023 (desde 6,8% y 3,5% en junio último).

Para el 2024, el BCE prevé un crecimiento económico de 1,9% y una desaceleración de la inflación hasta 2,3%, con lo cual se ubicaría en torno al objetivo inflacionario (2%).



Pese a la desaceleración económica, las presiones inflacionarias han sido más extensas y persistentes de lo esperado. El FMI pronostica que la inflación mundial aumente de 4,7% en 2021 a 8,8% en 2022, para luego descender a 6,5% en el 2023 y 4,1% en el 2024.

Para las economías avanzadas y emergentes, este organismo internacional prevé que la inflación alcance un máximo en el 2022 de 7,2% y 9,9%, respectivamente y una moderación para el 2023 hasta 4,4% y 8,1%, en igual orden (Gráfico 20).

³² Desde [1,5%, 1,9%] para el 2022 y para el 2023 [1,3%, 2,0%], previsto en junio del 2022.

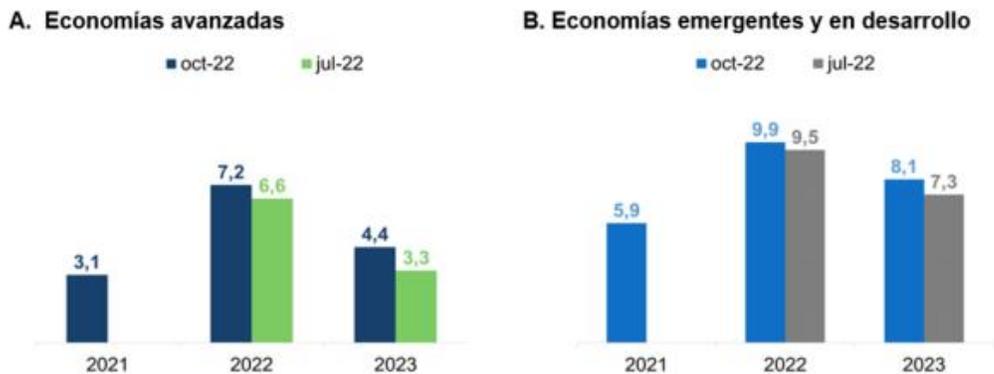
³³ Desde [5,0%, 5,3%] y [2,4%, 3,0%], respectivamente, proyectado en marzo del 2022.

³⁴ 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).

Para el 2024, el FMI prevé una inflación de 2,4% en las economías avanzadas y 5,3% en las economías emergentes.

Gráfico 20. Proyecciones de inflación para el lapso 2022-2023

En porcentajes



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

Este entorno es más adverso para la economía nacional tanto con respecto al del año previo como a lo proyectado en julio del 2022.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial, en particular de los socios comerciales del país, y, en general, un entorno de mayor inflación global incidiría negativamente sobre el desempeño económico local. Ello por cuanto los analistas internacionales prevén 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 3. De este cuadro, destaca lo siguiente:

- La revisión a la baja de 2,3% a 1,6% en el crecimiento de los Estados Unidos para el 2022, nuestro principal socio comercial, con respecto a lo previsto en julio. Para el 2023, el FMI estima una desaceleración hasta 1,0%. Para nuestros principales socios comerciales, se estima un crecimiento medio ponderado³⁵ de 2,7% en el 2022, que significa 0,2 p.p. menos que en julio y para el 2023 una moderación hasta 1,5%.
- Un aumento anual de 57,2% en los precios de los combustibles en el 2022³⁶, inferior al ajuste estimado en julio pasado (59,6%), aunque para el próximo año la caída prevista sería menor (15,7%).

³⁵ Estimación del BCCR. Considera una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones de bienes a marzo de 2022.

³⁶ Corresponde al precio de importación por barril de producto terminado, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen (entre el precio del crudo y el valor de producto terminado).

- c. La evolución de los precios de nuestras importaciones y exportaciones llevaría a un mayor deterioro en los términos de intercambio en el 2022 con respecto a lo estimado en julio (7,1% contra 5,6%), explicado principalmente por el incremento en el precio de las materias primas importadas. Para el 2023, se proyecta una variación de 1,1% para los términos de intercambio (0,6% previsto en julio).
- d. La inflación de los principales socios comerciales³⁷ sería de 6,7% en el 2022 (5,9% previsto en julio) y 4,0% en el 2023.
- e. Las tasas de interés internacionales se mantendrían en niveles superiores a los previstos en julio pasado. Por ejemplo, la tasa SOFR se estima en 4,6% y 4,2% en el 2022 y 2023.

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo para el periodo 2022-2023¹
En porcentajes

	IPM octubre 2022			IPM julio 2022	
	2021 est	2022 proy	2023 proy	2022 proy	2023 proy
Crecimiento Estados Unidos	5,7	1,6	1,0	2,3	1,0
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	2,7	1,5	2,9	1,8
Inflación socios comerciales, promedio	3,7	6,7	4,0	5,9	3,1
Precio del petróleo (USD)	76,4	120,1	101,3	121,9	101,2
Variación %	56,6	57,2	-15,7	59,6	-17,0
Términos de intercambio, variación %	-6,5	-7,1	1,1	-5,6	0,6
SOFR 6 meses (a diciembre)	0,0	4,6	4,2	3,2	2,5

¹ SOFR (Secured Overnight Financing Rate) es la tasa que sustituirá a la LIBOR, cuyo cálculo se descontinuará a partir de julio del 2023, ver "BCCR y Conassif informan sobre avances ante la descontinuación 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", julio y octubre 2022, del Fondo Monetario Internacional.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

Para el bienio 2022 y 2023 se proyecta un crecimiento de 4,3% y 2,7%, lo que significa una revisión al alza de 0,9 p.p. en el primer año y a la baja de 0,5 p.p. en el segundo, con respecto a lo previsto en el IPM de julio pasado. Esta revisión ubica en ambos años el nivel de la producción por encima de lo estimado en julio.

La revisión al alza para el 2022 se explica por un mayor crecimiento de la demanda externa de bienes manufacturados por las empresas amparadas al régimen especial de comercio y de

³⁷ Ponderada por el peso relativo de las importaciones (ponderaciones móviles).

servicios relacionados con el ingreso de turistas, así como de servicios empresariales y de informática, que producen para el mercado externo. En este mismo año la demanda interna crecería similar a lo previsto en el IPM de julio; toda vez que el mayor crecimiento previsto para el consumo privado sería compensado por una acumulación de inventarios³⁸ menor a lo contemplado en julio.

Por su parte, la revisión a la baja en la tasa de crecimiento del 2023 con respecto a lo incluido en IPM de julio se explica por la demanda interna, en particular del consumo privado, la inversión y las importaciones, principalmente de servicios.

Cabe señalar que aun cuando la tasa de variación en el 2023 es menor a lo previsto en julio pasado, el flujo de bienes y servicios es mayor en esta revisión, lo que implica mayores ingresos y actividad con respecto al informe previo.

Las proyecciones contemplan un aumento del ingreso nacional disponible bruto de 1,2% y 3,0% en el 2022 y 2023 en ese orden, asociado a la evolución del PIB y de los términos de intercambio.

Para el 2022 se estima un deterioro en los términos de intercambio (7,1%) que se manifestaría tanto en los bienes como los servicios. Dicho deterioro se explica principalmente por el incremento previsto en el precio de los combustibles (55,3%) y otras materias primas (entre ellas, hierro, acero, aluminio, papel, sustancias químicas, maíz, trigo). Se espera que esta situación se revierta en el 2023 (reducción de 14,6% en el precio de los combustibles), para una ganancia de 1,1% en los términos de intercambio.

Por componentes del gasto (Gráfico 21), destaca lo siguiente:

1. **Consumo.** En el 2022 el consumo privado crecería 3,5% (7,0% un año atrás). Si bien era previsible una menor tasa de crecimiento luego de la recuperación posterior a la pandemia, se estima que la incertidumbre, el alto desempleo y el efecto de la mayor inflación sobre el ingreso disponible limitarían el crecimiento del consumo.

Para el 2023 esta variable crecería 3,1%, coherente con un ingreso disponible de hogares que crece en torno al 3,0%. El mayor aporte del gasto de consumo lo tendrían los servicios, seguido de los bienes no duraderos y, por último, los bienes duraderos.

2. **Consumo del Gobierno.** Como se indicó en el informe pasado, se estima que en el 2022 la actividad de la enseñanza pública será más dinámica debido a efectos base explicados por la suspensión del curso lectivo en mayo y junio del año pasado. En el caso de los servicios de salud, se mantiene la estimación de una desaceleración en su ritmo de crecimiento, conforme la demanda de estos servicios tienda a normalizarse al superarse la emergencia derivada de la pandemia del COVID-19.

³⁸ La inversión está compuesta de nuevas construcciones, maquinaria y equipo y variación de inventarios.

Para el 2023, se supone que todas las entidades públicas aplican la directriz de contención en las remuneraciones, compra de bienes y servicios, así como la política de contratación de nuevas plazas.

Los servicios de salud son un caso particular, pues de conformidad con el ejercicio plurianual de la Caja Costarricense de Seguro Social, se estima una aceleración en la contratación de nuevos profesionales en salud y en la compra de bienes y servicios.

3. **Formación bruta de capital fijo.** Esta variable aumentaría 1,4% en el 2022 y 2,8% en el 2023, impulsado por la inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios; este efecto sería compensado parcialmente por el menor gasto de inversión en obras de infraestructura tanto privadas como pública³⁹.
4. **Demanda externa.** Se revisa al alza en el 2022 (10,4% contra 7,7% en julio) y aunque se mantiene la tasa de crecimiento para el 2023 (5,4%), representa una mayor moderación si se compara con el informe pasado.

La revisión para el presente año se sustenta en el mejor desempeño observado de las exportaciones de bienes manufacturados, principalmente del régimen especial, aunado al mayor crecimiento previsto de las exportaciones de servicios ligados al turismo receptor y empresariales.

En el caso de las exportaciones de bienes, el grupo de empresas del régimen especial ha mostrado crecimientos de dos dígitos, en parte por la estrategia de algunas firmas de reubicar las plantas de manufactura en regiones (y zonas horarias) más cercanas a los de los centros de distribución y consumo (“*nearshoring*”), proceso que se profundizó debido a los efectos generados por la pandemia y la crisis de contenedores.

Por tipo de bien, sobresale la mayor demanda por implementos médicos, concentrados para bebidas gaseosas y de frutas, pañales, envases de cartón, café y azúcar. En contraste, se mantiene la contracción en las ventas de banano y piña.

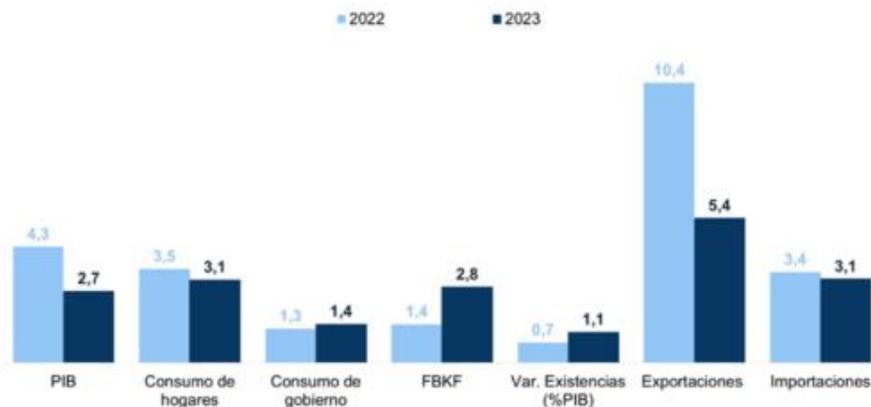
Para el 2023, el crecimiento es similar al compararlo con el informe de julio, pero moderado con respecto al año previo, lo que es coherente con la revisión a la baja del crecimiento de nuestros socios comerciales.

³⁹ En el 2022 la construcción con destino privado cae 7,6%, explicado por la obra de tipo no residencial y edificios de apartamentos; por el contrario, para el 2023 se estima un modesto crecimiento de 0,1%. Por su parte, la inversión pública en nuevas construcciones caería en este bienio, principalmente por la contracción en carreteras, caminos y puentes, obras municipales, de proyectos de acueductos, alcantarillados y de generación eléctrica. Estos efectos serían parcialmente compensados en el 2022 por la nueva infraestructura hospitalaria y el reforzamiento del edificio del Banco Popular y; en el 2023, por la construcción de edificaciones previstas por el Poder Judicial e infraestructura para la atención de servicios básicos.

5. **Importaciones.** Congruente con el desempeño previsto para el consumo, la inversión y la actividad económica, se prevé que las importaciones de bienes moderen su evolución y crezcan en promedio 2,6% en el periodo de análisis. El crecimiento en las importaciones de servicios (promedio de 6,0% en el bienio) está asociado a la recuperación en el turismo emisor, aunado a los servicios de transporte de mercancías.

Gráfico 21. Demanda y oferta globales en volumen

Variación anual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por actividad económica (Gráfico 22), se tiene lo siguiente:

1. **Manufactura:** Para el 2022 se revisó al alza el crecimiento (4,1% desde 2,8% en julio), lo cual es coherente con la mejora en la demanda externa por parte de las empresas de los regímenes especiales (principalmente en servicios de manufactura e implementos médicos), atenuado por una menor demanda interna por parte de las empresas del régimen definitivo.

Por el contrario, para el 2023 se revisó a la baja (2,2% desde 3,2% en julio pasado) debido al menor crecimiento previsto para nuestros socios comerciales y la evolución esperada de la demanda interna vinculada con las actividades agropecuarias.

2. **Información y comunicaciones.** Se estima un crecimiento de 11,1% en el 2022 debido a la entrada de empresas nuevas al régimen especial que realizan desarrollo, consultoría y actividades conexas a la informática, dirigidas al mercado externo, así como el aumento en los ingresos de las empresas ya establecidas que producen tanto para el mercado interno como el externo. Para el 2023 se estima una desaceleración (3,1%) asociado al menor crecimiento estimado de la demanda interna.
3. **Comercio.** El mejor desempeño en el consumo con respecto a lo previsto en julio incidió en la revisión al alza de esta actividad para el 2022 (de 2,5% en julio a 3,2%).

Por grupo de comercio, el resultado se explica principalmente por el impulso de la demanda por automóviles, artículos de ferretería, combustibles, prendas de vestir y calzado. A esto se le sumó la mayor demanda por los servicios de mantenimiento y reparación de vehículos.

Dado que existe un alto encadenamiento entre la actividad comercial y el resto de la actividad económica, para el 2023 se prevé un menor crecimiento de la actividad, coherente con la desaceleración de las otras actividades económicas, como manufactura, hoteles y restaurantes y otros servicios. A lo anterior se añade la moderación en el crecimiento del ingreso disponible y del consumo de hogares con respecto a lo previsto en el informe de julio.

4. **Servicios empresariales.** Se revisa al alza el crecimiento estimado para el 2022 por el mejor desempeño en las actividades vinculadas al turismo (agencias de viajes y alquiler de vehículos, entre otros), así como los servicios de consultoría en gestión financiera. En cuanto al 2023, se estima una desaceleración con respecto a lo estimado en julio, acorde con la evolución de crecimiento de los principales socios comerciales y al comportamiento previsto de las actividades vinculadas al turismo.
5. **Hoteles y Restaurantes.** El crecimiento del 2022 sería levemente inferior al estimado en el informe pasado (27,3%; 28,7% en julio). El crecimiento estimado se asocia, principalmente, a la demanda externa de los servicios de hoteles y restaurantes, con un incremento de 71,7% en el número de turistas que ingresarían al país en el 2022 (78,6% en el informe pasado), aunado a una mayor demanda interna por los servicios de restaurantes. El comportamiento de la actividad permitiría alcanzar los niveles prepandémicos en el presente año.

Congruente con la estimación de ingreso de turistas y la demanda interna por estos servicios, para el 2023 se estima un crecimiento de dos dígitos (12,2%), que significa una moderación con respecto al del 2022.

6. **Transporte.** La mayor movilización de personas mediante servicios de buses, taxis y por vías marítimas y aéreas, debido a la afluencia prevista de turistas y el retorno a las actividades presenciales inciden en el resultado del 2022. Para el 2023 se estima una menor 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.
7. **Construcción.** En la caída estimada para el 2022 se contemplan el alza en los precios de los materiales de construcción y el efecto base de comparación, en el caso de la construcción con destino privado, dado que en el segundo semestre del 2021 esta actividad registró tasas de crecimiento de dos dígitos. La construcción con destino público se revisó a la baja por la menor ejecución estimada de proyectos de generación

eléctrica, de acueductos, de alcantarillados y de obras relacionadas con la construcción de la carretera ruta 32.

Para el 2023, se estima una caída de 0,3%. Si bien la construcción privada dejaría de caer (0,1%), la construcción con destino público continúa a la baja en buena medida por las obras en carreteras, caminos y puentes y una menor ejecución prevista en obras hospitalarias, entre otras.

- 8. Agropecuario.** Se estima para el 2022 una caída de 2,2%, que contrasta con el aumento de 1,5% previsto en el IPM de julio. Esto debido al impacto negativo derivado 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 repercusión en el rendimiento medio por hectárea) y de las condiciones climáticas adversas que han prevalecido en la segunda parte del año.

Esta actividad mejoraría en el 2023, con un crecimiento de 1,0%, el cual, sin embargo, es menor al estimado en julio (2,2%), comportamiento que es coherente con la evolución prevista para nuestros socios comerciales, lo cual incidirá en una menor demanda por los productos con orientación al mercado externo.

Gráfico 22. PIB y valor agregado por industria, en volumen

Variación anual 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, primordialmente, por el deterioro en los términos de intercambio, en un contexto de moderación de la actividad económica local y de los principales socios comerciales.

Bajo estas circunstancias el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubicaría en torno a 4,6% en el 2022 y 4,1% en el 2023 (Gráfico 23.A), relaciones superiores a la registrada en el 2021 (3,4%). Lo anterior se explicaría por el incremento del déficit de la cuenta de bienes y el déficit de ingreso primario en ambos años de pronóstico, parcialmente compensado por el aumento en el superávit de servicios.

Se estima que el superávit de la cuenta de servicios registraría un aumento promedio de 2,1 p.p. del PIB en el bienio en análisis con respecto al 2021, con lo cual se ubicaría en 10,6% en el 2022 y 11,0% en el 2023, este último año similar 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 y del grupo conformado por telecomunicaciones, informática e información.

Particularmente, las cifras esperadas para el 2022 y 2023 muestran un incremento en la importancia relativa de esos dos últimos grupos dentro de total de servicios exportados (Cuadro 4), mientras que el turismo continuaría con la recuperación hacia los niveles registrados en el quinquenio que culminó en el 2019. Esta diversificación en las exportaciones de servicios se ha robustecido en los últimos años e incrementa la capacidad del país para enfrentar choques adversos externos.

Cuadro 4. Exportaciones de servicios¹

En millones de USD y peso relativo

	USD millones				Peso relativo			
	Media		Media		Media		Media	
	2015-2019	2020-2021	2022	2023	2015-2019	2020-2021	2022	2023
Total	8 920	8 433	11 010	12 174	100	100	100	100
Servicios de manufactura	130	211	588	621	1,5	2,5	5,3	5,1
Viajes	3 666	1 467	2 984	3 731	41,1	17,4	27,1	30,6
Telecomunicaciones, informática e información	1 130	1 419	1 621	1 798	12,7	16,8	14,7	14,8
Servicios empresariales	3 308	4 636	5 052	5 235	37,1	55,0	45,9	43,0
Resto de servicios	687	701	765	789	7,7	8,3	6,9	6,5

¹Cifras preliminares para el 2021 y proyecciones para el 2022 y 2023.

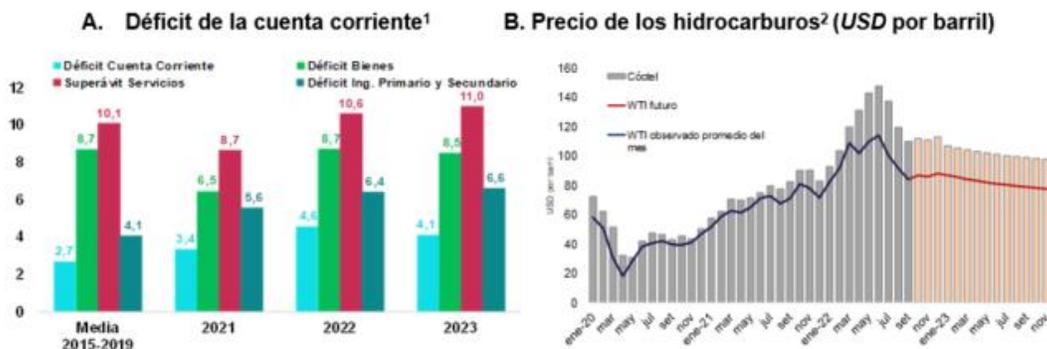
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para la cuenta de bienes se estima un déficit con respecto al PIB de 8,7% en el 2022 y 8,5% en el 2023, que representaría un incremento promedio en relación con el 2021 de 2,2 p.p. del PIB. Dicho comportamiento respondería al impacto negativo en los términos de intercambio que, combinado con una moderación en las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales, propiciarían mayores importaciones netas.

Con respecto a la factura petrolera, se prevé un incremento promedio en las importaciones de hidrocarburos durante el bienio de 1,0 p.p. del PIB en comparación con el 2021 (variación interanual promedio de 53%), con lo cual alcanzaría un valor medio de USD 2.401 millones en dicho lapso (Gráfico 23.B).

Lo anterior sería explicado, en mayor medida, 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* 110 (*USD* 76 en el 2021), mientras que se estima que la cantidad importada de barriles crezca de forma interanual en promedio en torno al 6,0% en esos dos años con respecto al 2021.

Gráfico 23. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹ y precio de los hidrocarburos
Porcentaje del PIB



¹Cifras preliminares para el 2021 y proyecciones para el 2022 y 2023.

²Cifras de octubre de 2022 a diciembre 2023 estimadas con información de futuros al 26 de octubre del 2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, Bloomberg y Recope.

Para la cuenta de ingreso primario se espera un incremento en el déficit en relación con el 2021 de 0,9 p.p. del PIB en promedio en ambos años, hasta alcanzar un nivel medio respecto al PIB cercano a 7,3%. Lo anterior como resultado tanto de una mayor renta por concepto de inversión directa, así como del incremento en el saldo de la deuda pública externa y de tasas de interés más elevadas.

En el bienio 2022-2023 aumentarían los flujos de ahorro externo respecto al 2021, tanto hacia el sector público como el privado. Estos influjos serían más que suficientes para financiar el déficit de cuenta corriente y propiciaría una acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo cercano al 13,0% del PIB a finales del 2023.

En la cuenta financiera se estima para el 2022 y 2023 un ingreso promedio neto de recursos cercano a 6,1% del PIB, superior al resultado del 2021 (2,9% del PIB). Este financiamiento estaría dirigido en su mayoría al sector público, con un promedio para los dos años de pronóstico de 3,6% del PIB y, en menor medida, al sector privado, con un promedio en el bienio de 2,5% del PIB.

El mayor acceso a recursos externos en el 2022 por parte del sector público se explica, principalmente, por los desembolsos al Gobierno General por alrededor de *USD* 1.752,7

millones⁴⁰, así como por el mayor financiamiento externo neto esperado de los bancos públicos por *USD 520,5 millones*⁴¹. Adicionalmente, en este año el Banco Central recibió el desembolso de crédito de apoyo a la balanza de pagos del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un monto de *USD 1.100 millones*. Estos flujos serían parcialmente compensados por la amortización de deuda pública externa por parte del sector público no financiero (*USD 337,2 millones*).

Para el 2023 se tienen programado desembolsos al Gobierno General por *USD 4.806,0 millones*, dentro de los cuales destacan los créditos de apoyo presupuestario por *USD 2.699,5 millones* y la colocación de títulos valores en el exterior (*USD 1.500 millones*)⁴². En contraste, tanto el Gobierno General como los bancos públicos tienen previsto la cancelación de títulos de deuda pública externa por *USD 1.000 millones* y *USD 500 millones*, respectivamente.

En el sector privado destacaría la inversión directa, principalmente de empresas de dispositivos médicos y de alta tecnología. Se espera que en el bienio los flujos de inversión directa alcancen una participación media con respecto al PIB cercana al 4,9%, inferior a la registrada en el 2021 (5,5%), pero superior a la observada en el quinquenio que concluyó en el 2019 (4,7% del PIB).

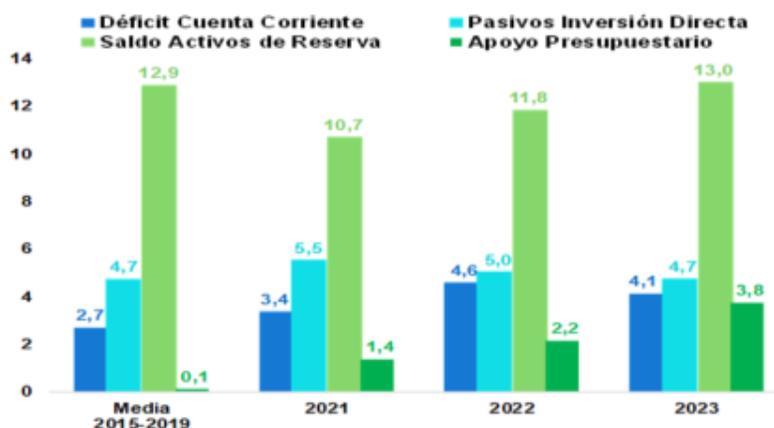
Estos recursos permitirían financiar la brecha negativa de la cuenta corriente y propiciarían una acumulación de activos de reserva de *USD 1.142,0 millones* en el 2022 y *USD 1.311,0 millones* en el 2023, con lo cual se alcanzarían niveles con respecto al PIB equivalentes a 11,8% y 13,0% respectivamente, lo que implica una recuperación (Gráfico 24) luego del uso transitorio de reservas que hizo el Banco Central en el 2021 ante el atraso en las aprobaciones de los créditos externos de apoyo presupuestario y por la atención de la mayor demanda divisas originada en el choque negativo de los términos de intercambio y la intensificación del proceso de adquisición de activos en moneda extranjera por parte de los fondos de pensiones.

⁴⁰ Dentro de los cuales destacan los créditos de apoyo presupuestario por *USD 1.466,2 millones* y los préstamos vinculados a proyectos por *USD 286,4 millones*.

⁴¹ El mayor financiamiento de los bancos públicos se daría por un incremento de pasivos externos de *USD 407,4 millones* y una caída de activos externos de *USD 113,1 millones*.

⁴² 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).

Gráfico 24. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹
 Porcentaje del PIB



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

Las finanzas públicas presentarían resultados positivos tanto en el 2022 como en el 2023, con lo que se mantiene el comportamiento observado desde finales del año pasado. Ello permitiría una reducción en la deuda como porcentaje del PIB y menores necesidades de financiamiento.

En el 2022 y 2023 se alcanzaría un superávit primario equivalente a 1,3% y 1,5% del PIB, respectivamente, en tanto que el déficit financiero alcanzaría 3,4% y 3,6% del PIB en el orden indicado (Gráfico 25.A).

Los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 8,3% en el bienio, congruente con el dinamismo de la actividad económica y la entrada en vigor de algunos ingresos tributarios remanentes de la Ley de Fortalecimiento de la Finanzas Públicas (Ley 9635), lo cual se traduciría en una carga tributaria promedio 13,7% del PIB.

Por su parte, la relación gasto total a PIB tendería a la baja, al pasar de 19,0% en el 2022 a 18,89% en el 2023. Este resultado parte de una estricta aplicación de la regla fiscal al gasto total (gasto corriente más gasto de capital), dado que la relación deuda a PIB aún supera el 60%. Por su parte, el pago de intereses se mantendrá al alza (alrededor de 5,1% del PIB).

El requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central se reducirá (Gráfico 25.B) y se estima en 8,7% del PIB al término del 2022 y 9,7% en el 2023. En dicho financiamiento mantendría una alta participación el ahorro local I, pero en menor porcentaje a la de años anteriores cuando rondaba cerca del 11,0% del PIB; especialmente, en el 2023 se esperaba que se ubique en 2,9% del PIB.

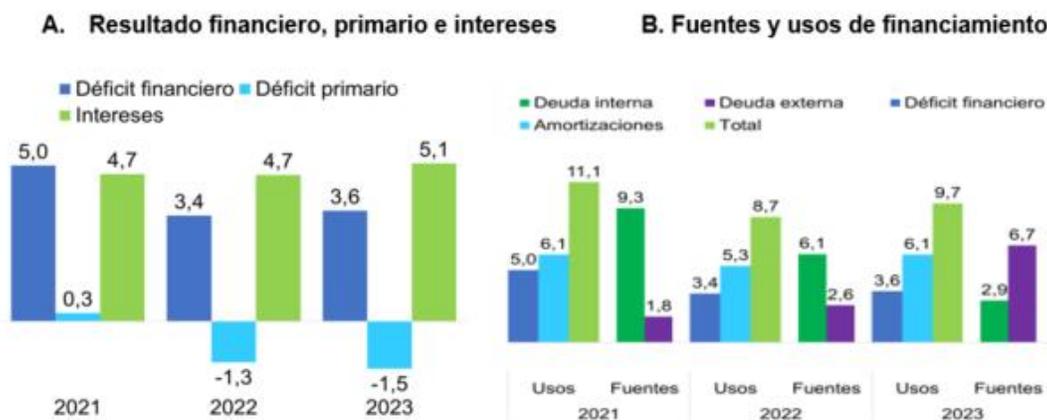
Lo anterior debido a la implementación de una estrategia de endeudamiento que incorpora mayor acceso al mercado externo con créditos de apoyo presupuestario con organismos

multilaterales, recursos provenientes del Acuerdo con el FMI y la emisión de títulos en el mercado internacional. Específicamente, se supone la colocación de títulos valores de deuda externa por hasta USD 6.000 millones, con emisiones anuales máximas de USD 1.500 millones entre el 2023 y el 2026. Esta dinámica lleva a que las proyecciones de deuda, como porcentaje del PIB, muestren una trayectoria descendente hasta alcanzar alrededor del 60 de la producción en el 2027.

El resto del sector público no financiero continuará con resultados superavitarios en torno a 0,6% del PIB por año, ligeramente inferior a lo observado previo a la pandemia. El proceso de recuperación de las finanzas de la mayoría de las entidades públicas se mantiene, pero ha sido más pausado de lo previsto, especialmente en la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y en la Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope). Para el Banco Central se estima un déficit financiero de 01% del PIB en el 2022 y 0,2% en el 2023.

Gráfico 25. Proyecciones para el Gobierno Central

Porcentaje del PIB



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

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, y retornaría a dicho rango a finales del 2024. El balance de riesgos de estas proyecciones se inclina al alza.

En el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende los ocho trimestres que van desde el cuarto trimestre del 2022 hasta el tercero del 2024, la trayectoria de la inflación subyacente y general es ligeramente mayor a la estimada en el Informe de Política Monetaria de julio del 2022, con un balance de riesgos que se mantiene sesgado al alza⁴³. Estas proyecciones incorporan la respuesta de política monetaria del Banco Central

⁴³ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a octubre del 2022 de proyecciones de precios internacionales de materias primas, 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

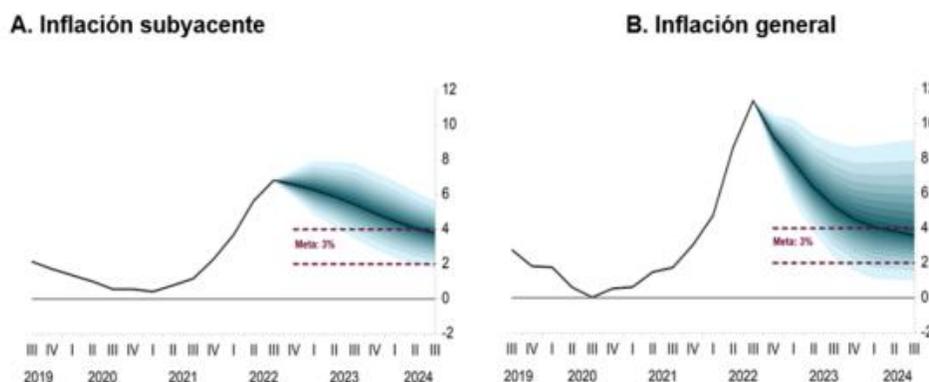
con el objetivo de lograr que, en el mediano plazo, la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

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 subyacente⁴⁴ se ubique en promedio en torno a 5,7% en el 2022, 5,6 % en el 2023 y 4,0 % en el 2024. Estas tasas se incrementan en alrededor de 0,2 p.p. con respecto a las proyecciones del informe de julio pasado (Gráfico 26.A). Se proyecta que la brecha de producto, otro determinante macroeconómico de la inflación continuaría en valor negativo, por lo que mitigaría la aceleración en la inflación.

El pronóstico es que la inflación general se ubicará en promedio alrededor de 8,5% en el 2022 y 6,0 % en el 2023, tasas muy cercanas a las proyectadas en julio pasado. Para el 2024 la inflación se estima que podría ubicarse en torno a 3,7 % en promedio (Gráfico 26.B).

Se espera que los efectos de choques externos previamente comentados tiendan a diluirse en el 2023 y que tanto la inflación general como la subyacente retornen a valores coherentes con la meta a mediados del 2024.

Gráfico 26. Proyección de inflación
Variación interanual en porcentajes¹



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.

mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

⁴⁴ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda y sobre los cuales tiene efecto la política monetaria.

El crecimiento del crédito al sector privado desaceleraría en lo que resta del 2022 y en el 2023.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, 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 4,5% en el 2022 y 3,9% en el 2023. Estos crecimientos del ahorro consideran los supuestos de 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.

Congruente con los supuestos de crecimiento de la actividad económica para el 2022 y el 2023 y sobre la disponibilidad de fondos prestables por parte de los intermediarios financieros, se estima que la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado se ubicaría en 5,0% en el 2022 y 3,4% en el 2023 (4,1% y 4,0%, en el informe de julio, en ese mismo orden). El aumento del crédito sería impulsado por las colocaciones en moneda nacional toda vez que se supone que continúa la desdolarización relativa observada en los últimos años en el crédito total.

El Cuadro 5 presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

Cuadro 5. Principales variables macroeconómicas

	IPM octubre 2022			IPM julio 2022	
	2021 est	2022 proy	2023 proy	2022 proy	2023 proy
PIB crecimiento real	7,8	4,3	2,7	3,4	3,2
Cuenta corriente, Balanza de Pagos (% del PIB)	-3,4	-4,6	-4,1	-4,8	-4,4
Saldo activos de reserva (% del PIB)	10,7	11,8	13,0	11,9	11,6
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ¹	-5,0	-3,4	-3,6	-4,3	-3,5
Resultado primario ¹	-0,3	1,3	1,5	0,7	1,2
Variación interanual del IPC ²	3,3	9,3	4,5	9,9	4,9
Agregados monetarios y crédito (variación %) ^{3f}					
Liquidez total (M3)	6,3	6,8	5,7	6,8	6,1
Riqueza financiera total	5,3	4,5	3,9	2,8	2,1
Crédito al sector privado	2,2	5,0	3,4	4,1	4,0
Moneda nacional	4,8	8,0	5,3	6,6	6,5
Moneda extranjera	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0

¹Para el periodo 2022-2023 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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 octubre del 2022. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados con la

evolución del contexto externo y local que alterarían el escenario macroeconómico propuesto en este ejercicio.

A corto y mediano plazo, los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas. A ello se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión y de que se generen conflictos sociales.

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha continuado en escalada. En las últimas semanas ha habido eventos que complican la posibilidad de un acuerdo entre las partes, entre ellos el sabotaje de los gasoductos *Nord Stream 1* y *2*, y la incorporación a Rusia de algunos territorios ucranianos, luego del referéndum efectuado en dichos territorios que favoreció la anexión. Particularmente, el primero de estos hechos generó acusaciones entre algunos países acerca de la autoría del sabotaje, lo que agrava la situación política.

Aunado a lo anterior, la crisis energética que enfrenta Europa como consecuencia de las sanciones impuestas a las exportaciones de gas y petróleo de Rusia, que llevó a dicho continente a importar gas de otros países (en especial de Estados Unidos) a un precio superior al que pagaban previamente, ha restringido la capacidad de gasto para atender demandas diferentes a las de energía, tanto a los ciudadanos como a las empresas.

Debido a lo anterior, el riesgo de que la economía europea entre en recesión, y eso se transmita al resto del mundo, es ahora mayor que lo que se consignó en el IPM de julio pasado. Además, en vista de que los ciudadanos de algunos países han empezado a manifestarse en contra de las medidas tomadas por sus autoridades, existe el riesgo de que aumenten los conflictos sociales en esa zona y con ello el surgimiento de episodios de inestabilidad política que ya empieza a manifestarse en algunos países⁴⁵.

Por otra parte, la reciente decisión de la OPEP+ de reducir la oferta diaria de petróleo en 2 millones de barriles diarios añade presión inflacionaria en momentos en que la inflación internacional está en niveles elevados. A ello se une el posible impacto de la decisión de Estados Unidos y la Unión Europea de ponerle un tope al precio del petróleo ruso, lo cual podría limitar todavía más la oferta de crudo en caso de que Rusia decida no venderle a los países que impongan dicho límite. El efecto que tengan estas medidas sobre la inflación dependerá de la evolución de la producción mundial, pues la desaceleración y eventual recesión global limitaría el movimiento alcista del precio del petróleo ante la disminución de la oferta.

En síntesis, las condiciones externas presentan riesgos de una persistencia de la inflación que se extienda por más tiempo de lo previsto inicialmente y de que la economía internacional entre en recesión. Además, la posibilidad de que aumenten los conflictos sociales acrecienta el clima de incertidumbre.

⁴⁵ Tal es el caso del Reino Unido, con la reciente salida de la señora Mary Elizabeth Truss como Primera Ministra tan solo 50 días después de haber asumido ese cargo, luego de la renuncia de su predecesor (Boris Johnson).

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 ubicaría la inflación por debajo de la senda pronosticada. Sin embargo, ese efecto podría ser compensado al menos en parte, en caso de que los precios de las materias primas, en especial el petróleo, sean superiores a los previstos en este ejercicio debido a la restricción de la oferta.

Por otra parte, hay riesgos asociados a las acciones de política monetaria de los principales bancos centrales. 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.

A mediano y largo plazo también surgen riesgos asociados al calentamiento global, dado que, ante la crisis energética en Europa, 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. A lo anterior se añade el daño ambiental originado por el sabotaje a los gasoductos *Nord Stream 1* y *2* antes comentados, debido a las emisiones de gran cantidad de metano que sin duda afectará a la biodiversidad marina. 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 y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

Aunque en setiembre y octubre los resultados de la encuesta de expectativas inflacionarias evidenciaron una desaceleración con respecto a los meses previos (a 12 meses), es prematuro afirmar que las expectativas ya están en el sendero de convergencia hacia la meta de inflación. En caso de que las expectativas retomen una trayectoria creciente, se requeriría una política monetaria más restrictiva para evitar que, una vez superado el choque de la inflación importada, las presiones inflacionarias se manifiesten en efectos de segunda ronda que hagan persistir la inflación.

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 las operadoras de pensiones 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 (descontando el riesgo país).

La tensión en el mercado cambiario también se puede originar en la menor disponibilidad de créditos externos multilaterales de apoyo presupuestario en relación con lo programado en el horizonte de estas proyecciones macroeconómicas. De ocurrir cualquiera de estas situaciones, las expectativas inflacionarias podrían aumentar y, de esa forma arraigar en el sistema de precios costarricense, niveles altos de inflación por un período indeterminado.

Otro riesgo es el relacionado con choques climáticos. Condiciones climáticas adversas afectarían negativamente el crecimiento económico e incrementaría la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola.

El cambio climático acentúa este tipo de riesgos. Sobre este particular, las fuertes lluvias que se han presentado en los dos últimos meses han tenido el efecto de deteriorar el capital fijo de la economía, especialmente por su efecto en la red vial.

En lo que respecta a la pandemia del COVID-19, el riesgo es ahora menor, pero siempre es posible que haya rebotes o nuevas variantes del virus que resten impulso al ritmo de recuperación económica, situación que podría generar presiones a la baja en la inflación.

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 la 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 postura de política monetaria que induzca a una reducción de la inflación. 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 fundamentos de las decisiones de las políticas monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de 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.

Atentamente,

 Documento suscrito mediante firma digital.

Celia Alpízar Paniagua
Secretaria General interina