

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 4 del acta de la sesión 6182-2024, celebrada el 25 de abril del 2024,

dispuso en firme:

aprobar el Informe de Política Monetaria, enero 2024, 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.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA - abril 2024-

El régimen de política monetaria del Banco Central de Costa Rica

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 promover 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 BCCR adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹; sin embargo, desde años antes implementaba, de hecho, este esquema monetario.

Dicho marco se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del banco central de alcanzar un objetivo cuantitativo (por lo general con un rango de tolerancia alrededor de la meta) para la tasa de inflación en un determinado horizonte de tiempo, y se acompaña del reconocimiento de que el principal objetivo del banco central es mantener la inflación baja y estable. Además, manifiesta la importancia de la rendición de cuentas y la explicación de las motivaciones en la toma de decisiones de la autoridad monetaria, para el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

De acuerdo con lo anterior, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica definió la meta explícita de inflación en 3%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual, en un horizonte de 12 a 24 meses.

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, dado que las medidas de política monetaria requieren tiempo para transmitirse hacia otras variables económicas y tener el efecto esperado sobre la inflación, éstas se fundamentan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para indicar el tono de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM), la cual se revisa de conformidad con un calendario aprobado por la Junta Directiva, que se hace de

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

conocimiento público con antelación². Así, la TPM y la política monetaria en general se ajustarán de forma tal que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses se oriente a la meta de 3%.

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, presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a abril del 2024. Este documento hace explícita la visión del Banco Central de Costa Rica (BCCR) sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política aplicadas y la orientación de las que ejecutaría para cumplir con los objetivos establecidos en su Ley Orgánica.

El panorama económico internacional continúa con un alto nivel de incertidumbre debido a la intensificación de los conflictos geopolíticos existentes desde años atrás y al surgimiento de nuevos focos de tensión, particularmente en el Oriente Medio.

Pese a ello, la economía mundial ha mantenido su crecimiento, si bien con diferencias considerables entre los países y con signos de desaceleración en algunos casos. Por ejemplo, Estados Unidos, principal socio comercial del país, pasó de un crecimiento de 3,4% (variación trimestral anualizada) en el último trimestre del 2023 a 1,6% en el primero del presente año, mientras que en ese mismo lapso el crecimiento de la zona euro aumentó de 0,1% a 0,4%.

La inflación mundial, por su parte, mantuvo la tendencia a la baja, pero el ajuste ha sido más lento de lo previsto inicialmente. Ante esta situación, los bancos centrales han mantenido el tono restrictivo de la política monetaria y, por tanto, las tasas de interés internacionales permanecen relativamente elevadas.

En las principales economías avanzadas la reducción en las tasas de interés de referencia se ha pospuesto y, si bien algunas economías latinoamericanas en decisiones recientes continuaron o iniciaron sus recortes en esas tasas, el mensaje también ha sido de cautela.

En este contexto internacional, la economía costarricense ha mostrado un buen desempeño en lo transcurrido del presente año.

² A partir de marzo del 2024, el BCCR realiza una conferencia de prensa luego de cada decisión de política monetaria, cuyo objetivo es comunicar su decisión y las razones que la fundamentaron.

La actividad económica registró un crecimiento, en volumen, de 4,9% que, si bien es ligeramente menor a lo previsto en el Informe de Política Monetaria de enero pasado, es relativamente alto en comparación con el crecimiento previsto para la economía mundial en el presente año.

Los indicadores del mercado laboral también dan señales positivas. La tasa de desempleo, aunque ha mostrado fluctuaciones, se ubicó en febrero en 7,8%, con lo cual acumuló nueve meses consecutivos en valores inferiores al promedio histórico (9,9% entre el 2010 y el 2019), mientras que la tasa de subempleo mantuvo una tendencia decreciente y, en ese mismo mes, alcanzó un nuevo mínimo (3,6%). Estos resultados ocurrieron en un contexto de aumento en la cantidad de personas empleadas, especialmente en el sector formal, y en los ingresos reales de los trabajadores del sector privado.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos como proporción del PIB disminuyó levemente en comparación con el mismo período del año previo, comportamiento coherente con la tendencia decreciente que ha presentado esta variable a lo largo del tiempo.

El Gobierno Central generó un superávit primario y un déficit financiero coherente con el objetivo de sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

El crédito al sector privado mostró un crecimiento acorde con el dinamismo de la actividad productiva y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en el presente año, ni en el próximo.

En el primer trimestre de 2024, la inflación general interanual se mantuvo en terreno negativo, pero las presiones deflacionarias disminuyeron con respecto a los dos trimestres previos.

El comportamiento de la inflación, después de agosto del 2022, hizo posible que el BCCR iniciara el 15 de marzo del 2023 un proceso gradual de reducción de su tasa de interés de referencia, que se ha mantenido en el actual año. Así, entre esa fecha y el 30 de abril del 2024, disminuyó la Tasa de Política Monetaria (TPM) por un acumulado de 425 puntos base (p.b.).

El ajuste de la TPM se ha realizado en forma prudente. Las decisiones se han sustentado en un análisis del comportamiento de la inflación, de la evolución prevista para esta variable y sus determinantes, así como en la valoración de los riesgos identificados en cada momento.

Esa prudencia ha llevado a un ajuste quizás con mayor gradualidad del que algunos agentes estiman conveniente. Sin embargo, debe tenerse presente que, en condiciones tan complejas como las actuales, es preciso valorar cuidadosamente los riesgos existentes, externos e internos, pues su materialización puede desviar el resultado de inflación de la senda proyectada.

Los cambios realizados hasta el momento ubican a la TPM real más cerca de la neutralidad de la política monetaria en el mediano plazo, que ha sido una guía para las acciones de política monetaria en meses recientes. Sin embargo, es importante aclarar que el nivel de la TPM coherente con la neutralidad puede cambiar en el tiempo, lo que depende del comportamiento de variables como el crecimiento económico, la productividad, la política fiscal, los movimientos de capitales y las tasas de interés internacionales, entre otros.

Para el bienio 2024-2025, el BCCR proyecta en este informe un crecimiento de 3,8% en ambos años, lo que significa una revisión a la baja de 0,2 y 0,1 p.p., en ese orden, en relación con la estimación presentada en enero último.

En el primer año el cambio se debe, principalmente, al menor crecimiento de la demanda externa, aunado a la desaceleración de la demanda interna, mientras que, en el 2025, la desaceleración se explica por este último aspecto.

Asimismo, prevé que la inflación general y la subyacente, ambos medidos en términos interanuales, retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta en el primer trimestre del 2025, y que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en el bienio 2024-2025, en promedio, en 1,8% del PIB, lo que significa un incremento en relación con el valor registrado en el año pasado (1,0%). Esto debido, principalmente, al aumento esperado en las brechas negativas de las cuentas de bienes y de ingreso primario.

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas presentada en este informe incorpora la mejor información disponible al momento, pero está sujeta a riesgos que, de materializarse, podrían desviar la inflación hacia arriba (riesgos al alza) o hacia abajo (riesgos a la baja) con respecto al valor central estimado en este informe. En esta ocasión, los riesgos están sesgados a la baja en el corto plazo y se equilibran a mediano plazo.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, el BCCR continuará con una política monetaria prudente, basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes, así como los riesgos cuya materialización podrían desviar a la inflación de su trayectoria central.

Asimismo, participará en el mercado de divisas para atender sus requerimientos y los del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y, en la medida de lo posible, fortalecer aún más el blindaje financiero del país. También mantendrá sus esfuerzos por mejorar la comunicación con el público en general y los mercados en particular, por medio, entre otros, de documentos como el que se presenta en esta ocasión.

Róger Madrigal López



Resumen

I. Coyuntura económica

En el primer cuatrimestre del 2024, el entorno internacional continuó marcado por los conflictos bélicos existentes, que tendieron a agravarse debido al surgimiento de nuevos focos de tensión, en particular por los eventos ocurridos recientemente entre Israel e Irán.

Si bien ese conflicto tiene el potencial de desestabilizar todavía más al Medio Oriente y así, incidir negativamente en el desempeño de la economía mundial, el hecho de que los ataques entre estos dos países hayan sido de una magnitud moderada, ha contenido su impacto hasta el momento.

Desde diciembre del año anterior, los precios internacionales del petróleo han mostrado un movimiento al alza, pero de forma menos acelerada que lo observado al inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Ello ha permitido que la inflación global siga a la baja y que, incluso, en algunas economías, se ubique cerca del objetivo definido por sus bancos centrales; sin embargo, como se ha indicado en otras ocasiones, el ajuste ha sido más lento de lo previsto en un principio.

La economía mundial ha mantenido su crecimiento, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria de los bancos centrales ante la persistencia inflacionaria. La actividad económica mundial creció a un ritmo moderado y los indicadores de corto plazo para las principales economías del mundo están en valores positivos.

El ajuste más lento de lo esperado en la inflación mundial, la relativa fortaleza de la economía global y la elevada incertidumbre en torno a las condiciones geopolíticas ha llevado a que los bancos centrales mantengan el tono restrictivo de la política monetaria y que, en general, en sus decisiones priven elementos de prudencia.

En las principales economías avanzadas la reducción en las tasas de interés de referencia se ha pospuesto y, si bien algunas economías latinoamericanas en decisiones recientes continuaron o iniciaron los recortes a esas tasas, el mensaje también ha sido de cautela.

En Costa Rica, en el primer trimestre del año en curso, la inflación general interanual siguió en terreno negativo, aunque las presiones deflacionarias disminuyeron con respecto a los dos trimestres previos, mientras que el promedio de inflación subyacente interanual ha sido prácticamente nulo. Así, ambos indicadores continuaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1 \text{ p.p.}$). En marzo, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente se ubicaron en $-1,2\%$ y $0,0\%$.

La reducción de la inflación, con valores negativos desde junio del 2023, ha estado determinada, en mayor medida, por la reversión de los choques de oferta externos y la política monetaria restrictiva.

La actividad económica, en el primer trimestre del 2024, creció a una tasa interanual relativamente alta (4,9%), por lo que no presentó cambios con respecto al valor del trimestre previo. Sin embargo, tanto esta tasa interanual como la variación trimestral anualizada sugieren que continúa la desaceleración en la producción iniciada en la segunda mitad del 2023.

Lo anterior es resultado de una menor inversión en formación de capital tanto del sector público como privado y de una moderación en la demanda externa, principalmente en las ventas de bienes y servicios del régimen especial; esos efectos fueron compensados, en parte, por un impulso del consumo privado similar al del año previo.

Los indicadores del mercado laboral también dan señales positivas: en los últimos tres meses que finalizan en febrero del 2024³ aumentó el nivel de ocupación, mientras que la formalidad y los ingresos reales del sector privado continuaron con la mejora observada en el 2023. En febrero las tasas de desempleo y subempleo se ubicaron en 7,8% y 3,6%, en el orden respectivo; particularmente, la evolución reciente de la tasa de desempleo se da en un contexto de mayor nivel de ocupación y de participación laboral, esto último contrasta con lo observado durante la mayor parte del 2023.

Las finanzas públicas presentaron resultados coherentes con la trayectoria hacia la sostenibilidad de la deuda pública. Al término del primer bimestre del 2024 el Gobierno Central generó un superávit primario igual al de un año antes y un déficit financiero ligeramente superior. La generación del superávit primario redujo los requerimientos de financiamiento del Gobierno, pese a lo cual la razón deuda a PIB aumentó ligeramente con respecto a igual periodo del 2023.

Las operaciones con el sector externo mostraron un menor desequilibrio de nuestra relación comercial y financiera con el resto del mundo. En el primer trimestre del actual año, el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB disminuyó (0,2 p.p.) en comparación con el mismo período del año previo. Esto debido, fundamentalmente, a la reducción en la brecha negativa de la cuenta de bienes. El Recuadro 1 de este informe resume los principales factores que, en el último cuarto de siglo, han incidido en la tendencia decreciente del desequilibrio externo del país.

Por último, el crédito al sector privado creció acorde con la evolución de la actividad económica y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en los próximos 24 meses.

³ El nivel de ocupación calculado con el promedio móvil de los tres meses que concluyen en febrero del 2024 fue mayor a los promedios resultantes en febrero y noviembre del 2023.

II. Acciones de política del BCCR

En el primer cuatrimestre del 2024, la Junta Directiva del BCCR disminuyó la TPM en tres ocasiones, 25 p.b. en enero y 50 p.b. en marzo y en abril, hasta ubicarla en 4,75%. Estas reducciones forman parte de un proceso de ajuste a la baja en dicho indicador, iniciado el 15 de marzo del 2023, que implicó una disminución acumulada entre esa fecha y finales de abril del 2024 de 425 p.b.

Como es usual, estas decisiones se sustentaron en un análisis del comportamiento de la inflación, de la evolución prevista para esta variable y sus determinantes macroeconómicos, así como en la valoración de los riesgos identificados en cada momento.

En estas reuniones, la Junta Directiva reconoció que, con base en la información disponible a la fecha respectiva, existía espacio para reducir la TPM; sin embargo, dada la existencia de riesgos externos e internos cuya materialización podría desviar el resultado de inflación de la senda antes proyectada, señaló que los cambios en la TPM debían ser graduales y prudentes, para reaccionar oportunamente y en la dirección que corresponda, si las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos así lo requieren.

Además, indicó que continuará la senda hacia la neutralidad de la política monetaria en el mediano plazo, siempre y cuando las circunstancias lo permitan. El Recuadro 2 de este informe presenta una estimación contemporánea de la tasa de interés real neutral para Costa Rica.

La TIRN se define como la tasa de interés real de mediano plazo que es coherente con una economía en pleno empleo de los factores de la producción y una inflación que se aproxime a la meta. Dicha tasa lleva implícita una noción de equilibrio; es decir, en la que todos los choques transitorios o cíclicos de una economía se han disipado y se ubica en su nivel potencial. Esta variable es relevante para los bancos centrales, pues constituye una guía para la toma de decisiones de política.

Las acciones de política monetaria consideran también las condiciones de liquidez de corto plazo. En lo transcurrido del actual año, el sistema financiero nacional ha mantenido la condición holgada de la liquidez que caracterizó al año anterior; esos excesos han estado contenidos en instrumentos de captación del BCCR.

Los excesos de liquidez, en los últimos 20 meses, se han originado, en buena medida, en el efecto monetario expansivo asociado a la compra de divisas por parte del BCCR, compras que se han dado en un contexto de un mercado privado de cambios superavitario. Este resultado ha sido congruente con la evolución de la actividad económica del país, el notable desempeño de las exportaciones del régimen de zonas francas y el repunte en el turismo receptivo.

La alta disponibilidad de divisas ha permitido al Banco Central participar de manera activa

en el mercado cambiario como demandante neto, para atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB) y fortalecer su posición de reservas.

Dado lo anterior, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) se ubicó al 26 de abril del presente año en el equivalente a 145% del valor adecuado que acordó la Junta Directiva del BCCR en marzo del 2023. Dicha resolución establece realizar el cálculo del indicador de reservas internacionales adecuadas de acuerdo con la metodología ARA⁴ sugerida por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

También esa alta disponibilidad de divisas se ha manifestado en una caída del tipo de cambio nominal, pese a la activa participación del BCCR como demandante neto y al pago realizado por el BCCR del crédito contratado con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Por último, cabe señalar que, a mediados de abril, concluyó la sexta y última revisión del programa de reformas económicas, en el marco del Servicio Ampliado del FMI (SAF), y la tercera y última revisión de las medidas de reforma, en el marco del Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad (SRS). Ambos créditos fueron contratados por el Gobierno de la República con dicho organismo internacional, pero también conllevaron compromisos para el BCCR, los cuales fueron atendidos oportunamente.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Los organismos internacionales estiman que en el bienio 2024-2025, la economía mundial crecerá a un ritmo moderado e inferior a su promedio histórico. Ello se daría en un contexto de inflación a la baja, influida por los efectos de políticas monetarias restrictivas y la disipación de choques de los precios del petróleo y la energía. No obstante, este comportamiento podría variar si se intensifican las tensiones geopolíticas.

La proyección de crecimiento para la economía nacional se revisó ligeramente a la baja, tanto para el 2024 como para el 2025. La proyección para el 2024 considera el menor crecimiento de la demanda externa por implementos médicos, servicios empresariales e informáticos, así como una menor expansión de la demanda interna, como consecuencia de la desaceleración en el ingreso disponible, principalmente por una menor ganancia en los términos internacionales de intercambio.

En el 2025 el principal motor de crecimiento sería la demanda interna y, en menor medida, la demanda externa. Se estima que el PIB se ubicaría cerca de su nivel potencial en el horizonte de proyección, por lo que no se prevén presiones inflacionarias significativas por el lado de la demanda.

Por su parte, la inflación general y la subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta en el primer trimestre del 2025, aunque se estima que la primera registre valores positivos desde el tercer trimestre del año en curso.

⁴ ARA: Assessing Reserve Adequacy.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría, en el bienio en comentario, en promedio, en 1,8% del PIB, lo que significa un incremento en relación con el valor registrado en el 2023 (1,0%), pero inferior al histórico. Esto debido, principalmente, al aumento esperado en las brechas negativas de las cuentas de bienes y de ingreso primario.

Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, las finanzas públicas continuarían en la senda hacia la sostenibilidad, con resultados primarios positivos de 1,9% y 2,2% del PIB y déficits financieros de 3,1% y 2,5% del PIB en el 2024 y 2025, respectivamente. De cumplirse estas proyecciones, la deuda del Gobierno Central con respecto al PIB disminuiría, en comparación con el 2023, tanto en el 2024 como en el 2025, lo cual ubicaría dicha relación en este último año por debajo de 60%.

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas presentada en este informe incorpora la mejor información disponible al momento, pero está sujeta a riesgos que, de materializarse, podrían desviar la inflación con respecto al valor central incorporado en este informe. La valoración de riesgos muestra un sesgo a la baja en el corto plazo, riesgos que tenderían a equilibrarse hacia el mediano plazo.

De los riesgos a la baja sobresalen un desempeño económico de los principales socios comerciales de Costa Rica inferior al previsto, ante los efectos de una política monetaria que ha sido restrictiva por un tiempo más extenso; y a nivel interno, un traspaso de los cambios en la TPM hacia las tasas de interés activas menor y más lento de lo observado históricamente.

De los riesgos al alza destacan dos. En primer lugar, el asociado a los choques de oferta y a la fragmentación del comercio global, debido a la intensificación de los conflictos geopolíticos y los fenómenos climatológicos, todo lo cual introduce costos que se transmiten, en última instancia, a las canastas de consumo. En segundo término, una recomposición no ordenada en el portafolio local de instrumentos financieros, producto de una diferencia persistente entre las tasas de interés por monedas, que en un futuro cercano ocasione un incremento abrupto en las expectativas cambiarias y, consecuentemente, en las de inflación.

En este contexto, la Junta Directiva del BCCR reitera su compromiso con la estabilidad de precios como condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico, congruente con ello, mantiene la meta de inflación en 3%, con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de los riesgos cuya materialización puedan desviar a la inflación de su trayectoria central.

Con base en este análisis realizará los ajustes necesarios en la tasa de interés de referencia, con el objetivo de que la inflación se ubique en valores cercanos a la meta en el horizonte de

su programación macroeconómica. También con este propósito, procurará reducir los excesos monetarios, mediante una activa participación en los mercados de liquidez y de deuda, con el fin de evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias.

Acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el BCCR participará en el mercado cambiario para atender sus requerimientos de divisas y los del SPNB, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio e igualmente procurará fortalecer aún más el blindaje financiero, en la medida que las condiciones del mercado lo permitan. Además, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de este mercado y contribuyan al proceso de formación de precios.

Finalmente, consecuente con los esfuerzos para mejorar su comunicación con el público en general y los mercados en particular, proveerá información y explicará los elementos relevantes de la coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de política monetaria, con el fin de contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas por parte de los agentes económicos, que facilite la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario.

Capítulo 1. Coyuntura económica

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

En el entorno externo, la inflación global continuó el comportamiento a la baja iniciado a mediados del 2022 y, en algunas economías, se acerca al objetivo de los bancos centrales. La mayoría de las economías avanzadas ha mantenido sin cambio su tasa de interés de referencia en los últimos meses, aunque se espera el inicio de ajustes a la baja en dicho indicador en el segundo semestre de 2024, en tanto que algunas economías emergentes, particularmente latinoamericanas, continuaron con las reducciones en sus tasas de política monetaria.

Por su parte, la actividad económica en las principales economías del mundo da señales de alejarse de un escenario recesivo, pero mantiene un ritmo de crecimiento moderado, similar al de 2023.

En el comportamiento de la economía mundial han incidido las tensiones geopolíticas, principalmente en el Oriente Medio, que se han amplificado en el transcurso del año. Ello ha incidido en el precio del petróleo y en el costo de transporte marítimo, y constituye uno de los principales riesgos para que haya mayores presiones inflacionarias y efectos depresivos sobre el crecimiento económico.

En el ámbito local, la actividad económica mantuvo un ritmo relativamente alto de crecimiento en el primer trimestre del 2024, aunque se moderó con respecto al trimestre previo, y los indicadores del mercado laboral mejoraron.

El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del PIB, se redujo y las finanzas públicas presentaron resultados primarios positivos, lo que apoya la gradual reducción de la relación de deuda pública PIB en el mediano plazo.

El crédito al sector privado mostró un crecimiento acorde con el dinamismo de la actividad productiva y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en el presente año, ni en el próximo.

Por último, en el primer trimestre del 2024, la inflación general interanual se mantuvo en terreno negativo, aunque las presiones deflacionarias disminuyeron en comparación con los dos trimestres previos, mientras que la inflación subyacente interanual fue de 0,0%.

1.1 Economía internacional

El primer cuatrimestre del 2024 ha estado marcado por el aumento en las tensiones geopolíticas, principalmente en el Oriente Medio.

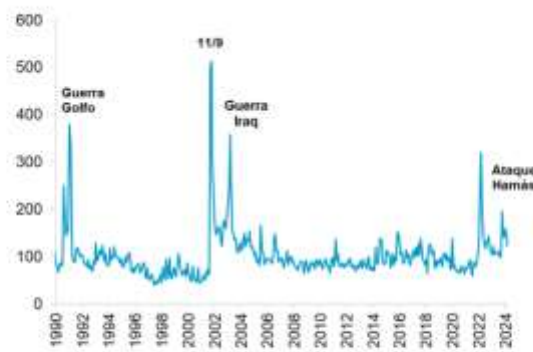
A partir del 7 de octubre del 2023, las condiciones geopolíticas empeoraron. Desde esa fecha el mundo enfrenta un nuevo choque, generado por el conflicto bélico entre Israel y el grupo Hamás, en particular en la franja de Gaza.

Este conflicto ha tenido un impacto moderado, asociado fundamentalmente a los problemas de tránsito por el mar Rojo, lo cual se manifiesta en el comportamiento del Índice global de riesgo geopolítico desarrollado por Caldara e Iacoviello, que reaccionó con menor intensidad ante este evento en comparación con el inicio del conflicto en Ucrania (Gráfico 1). Sin embargo, recientemente las tensiones han aumentado debido a disputas entre Israel e Irán⁵.

Adicionalmente, hay focos de tensión abiertos en otras partes del mundo, como en Europa (Ucrania-Rusia), en la región del Sahel de África Occidental y las vigentes entre China y Taiwán.

⁵ Como represalia por el bombardeo a su consulado en Damasco, atribuido a Israel, Irán hizo un ataque, aunque moderado, a Israel. Posteriormente, el 18 de abril, Israel efectuó un nuevo ataque a Irán, lo cual podría agravar este conflicto.

Gráfico 1. Índice mensual de riesgo geopolítico¹
Índice 1985:2019=100



¹Su medición se basa en un algoritmo que calcula la proporción de artículos publicados en periódicos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá que mencionan factores geopolíticos adversos. Como estos datos son mensuales, no capturan los acontecimientos ocurridos en abril. Sin embargo, en el informe de BBVA Research del 16 de abril sobre riesgo geopolítico global utilizan otros indicadores diarios, con base en los cuales concluyeron que "los niveles de riesgo geopolítico, conflictos y tensiones políticas aumentaron drásticamente en Oriente Medio, Arabia Saudita y Estados Unidos" (ver [Monitor Geopolítico](#)).
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Caldara e Iacoviello (2022) disponible a marzo del 2024.

El aumento de las tensiones geopolíticas antes comentado puede tener varias repercusiones para la economía mundial, de las cuales destacan las siguientes:

1. Presiones inflacionarias, tanto por su posible efecto sobre el precio de las materias primas, en especial el petróleo, como por eventuales problemas en las cadenas de suministros, ante las tensiones en el mar Rojo⁶. Para Costa Rica, este aspecto es relevante debido a su condición de importador neto de hidrocarburos⁷.
2. Fragmentación de la economía mundial, que es reforzada por la imposición de sanciones a algunos países.
3. Permanencia de tasas de interés altas por más tiempo de lo previsto, debido a que, ante la mayor incertidumbre, es posible que los bancos centrales sean más cautelosos y retrasen la reducción de sus tasas de referencia.
4. Fortalecimiento de los activos de refugio, cuya demanda suele aumentar ante eventos que incrementan la incertidumbre, con la intención de conservar el valor de las carteras de activos. En lo transcurrido del actual año (hasta el 26 de abril), el índice DXY, que mide el valor del dólar estadounidense en relación con una canasta de seis monedas⁸) ha

⁶ A estos problemas habría que añadir las interrupciones en el flujo de comercio por medio del Canal de Panamá, el cual ha sido afectado por la caída en su caudal debido a las condiciones climáticas.

⁷ Ante los eventos recientes, el precio del petróleo WTI, que es la referencia para nuestro país, aumentó a un máximo de USD 86,9 el barril (el 5 de abril), pero luego disminuyó paulatinamente hasta ubicarse en USD 83,8 el 26 de abril.

⁸ Euro, franco suizo, yen japonés, dólar canadiense, libra esterlina y corona sueca. El valor de cada moneda se multiplica por su peso en el índice. El euro es el componente más importante del DXY, con una ponderación de

aumentado 4,5%⁹. Además, el precio del oro ha subido en más de 13% (Gráfico 2.A) y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, a 2 y 10 años, alcanzó valores cercanos a 5% (Gráfico 2.B).

Gráfico 2. Precio del oro y rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 2 y 10 años



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg y la base de datos FRED del Banco de la Reserva Federal de San Luis, ambos al 26 de abril del 2024.

Además de los conflictos geopolíticos, la economía mundial presenta otras condiciones que pueden condicionar su desempeño, como la elevada deuda en muchos países de importancia sistémica, que constituye una limitación importante, sobre todo en un contexto de altas tasas de interés, que se prevé continúen en ese estado por más tiempo. Además, existe incertidumbre en torno a los resultados de algunos procesos electorales que se realizarán a lo largo del presente año.

Pese a las condiciones antes comentadas, los mercados financieros internacionales presentan una relativa estabilidad pues, aunque el índice VIX (que mide la volatilidad esperada en los mercados financieros durante los próximos 30 días) aumentó hasta 18 puntos con los acontecimientos recientes, dicho valor todavía se asocia con períodos de relativa estabilidad¹⁰.

En un entorno incierto, la inflación global continuó con su proceso de desaceleración, al punto que, en algunas economías, se ubicó cerca del objetivo definido por los bancos

57,6%. Las ponderaciones de las demás monedas de la cesta son: yen japonés (13,6%), libra esterlina (11,9%), dólar canadiense (9,1%), corona sueca (4,2%) y franco suizo (3,6%).

⁹ Este índice sube cuando el dólar estadounidense gana fuerza en comparación con las otras monedas de la canasta.

¹⁰ Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad e inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

centrales (Gráficos 3.A y 3.B). No obstante, hay fuerzas que restan impulso a este comportamiento.

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el Índice de precios del gasto del consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés), fue de 2,7% en marzo (2,5% el mes anterior), mientras que la variación interanual del componente subyacente se mantuvo en 2,8%¹¹.

En la zona del euro, la inflación general y la subyacente registraron en marzo valores más bajos que en el mes anterior (2,4% y 2,9%, respectivamente, que se comparan con 2,6% y 3,1%). De igual modo, en las economías latinoamericanas, la inflación general se moderó y en Uruguay, Brasil y Chile, el indicador se ubicó dentro del rango de tolerancia para la meta de inflación.

A pesar de la senda decreciente de la inflación, en algunas economías la inflación de servicios continúa alta y, a diferencia de los bienes, muestra mayor rigidez a la baja. Por ejemplo, en Estados Unidos el mayor aporte en la variación interanual de sus indicadores de inflación general está dado por el grupo de servicios, en particular, el alquiler de la vivienda (Gráfico 3.C).

La disminución de la inflación registrada desde mediados del 2022 ha estado influida, principalmente, por la caída en los precios de la energía, en particular del petróleo, la disipación de los choques de oferta asociados a las cadenas de suministro, que generó una menor inflación de bienes, y la disminución de los precios de las exportaciones chinas¹². Sin embargo, en lo transcurrido del 2024, ha habido un cambio en algunas de estas variables que, de mantenerse, podría frenar la caída en la inflación.

El precio del petróleo mantuvo la tendencia al alza iniciada en diciembre del año previo. La cotización promedio del barril de petróleo WTI al 26 de abril del 2024 fue de USD 84,8 (Gráfico 4.A), lo que significó un aumento de 5,2% y 17,3%, respectivamente, en relación con el precio promedio del mes anterior (USD 80,5) y de diciembre del 2023 (USD 72,3).

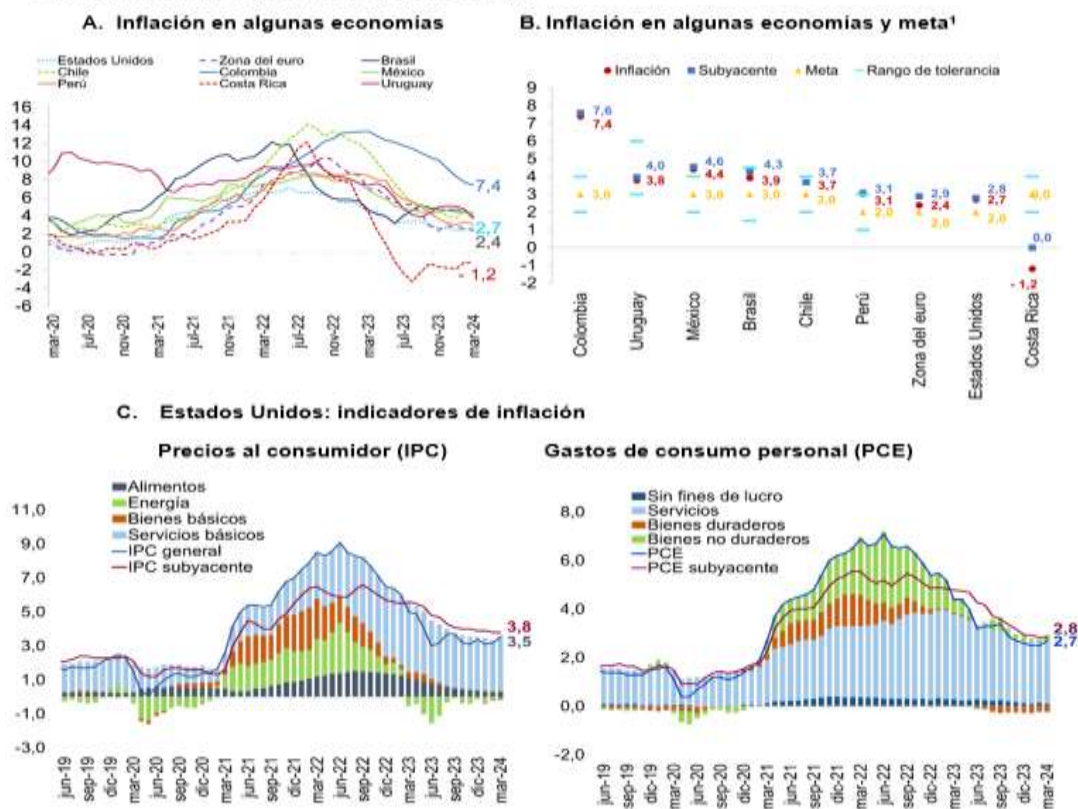
Este comportamiento responde a la intensificación de las tensiones políticas en Oriente Medio, los recortes de producción de petróleo por parte de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados (OPEP+) y los ataques ucranianos a las refinerías rusas. Lo anterior, ha sido parcialmente compensado por el aumento en la producción de petróleo de Estados Unidos.

¹¹ La inflación general medida con el Índice de precios al consumidor se ubicó en 3,5% en marzo (3,2% en febrero).

¹² [“La economía mundial sigue mostrando resiliencia, pese a la disparidad del crecimiento y los retos por delante”](#), FMI, abril 2024.

Gráfico 3. Indicadores de inflación

Variación interanual en porcentajes y aportes en p.p.



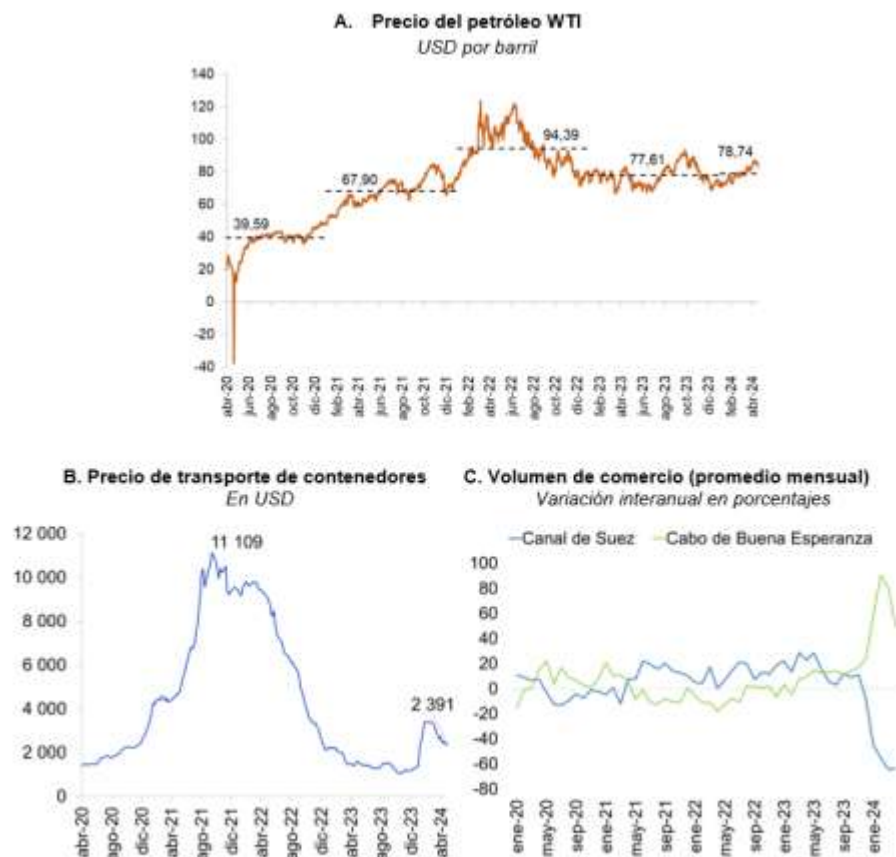
¹Inflación de marzo del 2024.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 26 de abril de 2024.

Durante los primeros meses del presente año, el precio mundial del transporte marítimo de contenedores registró valores superiores a los observados en el 2023. Así, el precio pasó de USD 1.365 al término de ese año a USD 2.391 el 26 de abril del 2024 (incremento del 75%)¹³. En el mismo período, la variación interanual del volumen de comercio en la ruta marítima de Cabo de Buena Esperanza mostró una tendencia al alza, que aumentó los tiempos de entrega y los costos. Sin embargo, desde mediados de febrero, los precios del transporte marítimo muestran reducciones consecutivas y, en abril, el volumen de comercio por el Cabo de Buena Esperanza se desaceleró (Gráfico 4.B y 4.C).

¹³ Este indicador llegó a un máximo cercano a USD 3.400 desde que inició la guerra en Gaza para luego descender.

Gráfico 4. Indicadores de precios internacionales



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg y portwatch.imf.org al 26 de abril de 2024.

Los bancos centrales mantienen el tono restrictivo de la política monetaria y, en general, continúan con mensajes de prudencia.

En los últimos meses, los bancos centrales de las economías avanzadas han mantenido sin cambio sus tasas de interés de referencia (Gráfico 5.A), pero se prevé que en este año inicien el proceso de reducción.

Por ejemplo, en su reunión del 19-20 de marzo, el Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, mantuvo la tasa de referencia entre 5,25% y 5,50%, por considerar que, aunque los riesgos para lograr sus objetivos de empleo e inflación han tendido a equilibrarse, persiste la incertidumbre sobre las perspectivas a largo plazo.

Los analistas esperan que la primera reducción de la tasa de referencia de la Reserva Federal ocurra hasta en la segunda parte del año, más tarde de lo estimado previamente (junio

próximo¹⁴). Esto debido al lento descenso de la inflación y la relativa fortaleza de la economía.

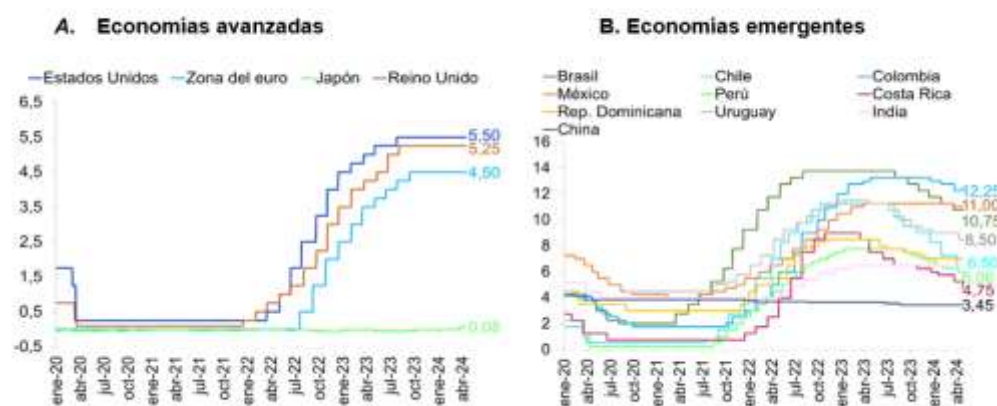
Similarmenre, en sus reuniones más recientes, tanto el Banco Central Europeo (BCE)¹⁵ como el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de referencia; el primero en 4,5% y el segundo en 5,25%, aunque ambos reconocieron que la inflación continúa en descenso.

Caso contrario ocurrió con el Banco de Japón, que aumentó el 19 de marzo su principal tasa de interés (de -0,1% a un valor entre 0 y 0,1%), por primera vez en 17 años, luego de una política de tasas de interés negativas.

En América Latina, algunas economías recortaron su tasa de referencia en su última reunión de política monetaria: Brasil (20 de marzo), Costa Rica (25 de abril), México (21 de marzo), Colombia (22 de marzo), Chile (2 de abril), Uruguay (10 de abril) y Perú (11 de abril), para ubicarla en 10,75%, 4,75%, 11,00%, 12,25%, 6,5%, 8,5% y 6,0%, respectivamente (Gráfico 5.B).

En China, la segunda economía del mundo, la tasa de interés de referencia utilizada es la tasa preferencial de préstamos a un año, la cual se ubica desde agosto del 2023 en 3,45%, mientras que, en India, economía de importancia sistémica, la TPM se mantiene en 6,5% desde febrero del 2023 (Gráfico 5.B).

Gráfico 5. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 26 de abril del 2024.

¹⁴ Los analistas económicos esperan, con una probabilidad de 95,9%, que en la reunión del 30 de abril y 1° de mayo, el FOMC no haga cambios. Para las reuniones próximas (junio, julio y setiembre), la probabilidad de no cambio la ubican en 83,2%, 54,0% y 29,1%, respectivamente.

¹⁵ Además, el pasado 13 de marzo, el BCE anunció cambios en el marco operativo para la aplicación de la política monetaria. Estas modificaciones establecen la forma en que se proporcionará la liquidez en un contexto de reducción gradual del exceso de liquidez en el sistema bancario. El objetivo de este marco es guiar las tasas de interés del mercado monetario de corto plazo a niveles afines con las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno.

La economía mundial ha sido resiliente a pesar del tono restrictivo de la política monetaria que han mantenido los bancos centrales para alcanzar la estabilidad de precios.

Estados Unidos registró, en el cuarto trimestre del 2023, una tasa de crecimiento anualizada de 3,4% (tercera estimación)¹⁶, debido a la fortaleza de la demanda, en particular, el aumento del consumo privado, además de un crecimiento de la productividad y del empleo. No obstante, en el primer trimestre del año en curso, se desaceleró hasta 1,6%, especialmente por un menor consumo de los hogares, en particular de bienes.

En la zona del euro, la variación interanual del PIB en el cuarto trimestre del año previo fue de 0,1%, como consecuencia del bajo desempeño tanto de la demanda externa como interna. En las economías latinoamericanas, el crecimiento económico fue menor que en la primera mitad del 2023. China, por su parte, creció en términos interanuales 5,2% durante el mismo período y aumentó a 5,3% en el primer trimestre del 2024, aunque todavía enfrenta las consecuencias de la desaceleración del sector inmobiliario (Gráfico 6.A)¹⁷.

Los indicadores de actividad económica de corto plazo dieron señales positivas. Como referencia, el Índice de gerentes de compra (PMI, por sus siglas en inglés)¹⁸ registró, para algunas de las principales economías del mundo, valores superiores a 50 (Gráfico 6.B) en marzo y, por grupo de economías, el indicador también está por encima de dicho valor.

En Estados Unidos, la actividad empresarial mostró en marzo una leve contracción con respecto al mes previo. El PMI compuesto se ubicó en 52,1 puntos, influido principalmente por las actividades productoras de servicios.

En la zona del euro la actividad empresarial superó el nivel de 50 puntos por primera vez desde mayo del 2023. El PMI compuesto aumentó a 50,3 (49,2 en el mes previo), debido también al buen desempeño de los servicios, mientras que la manufactura se contrajo.

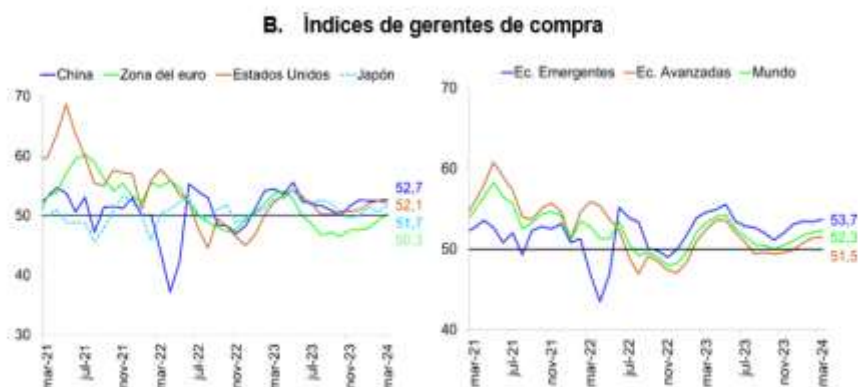
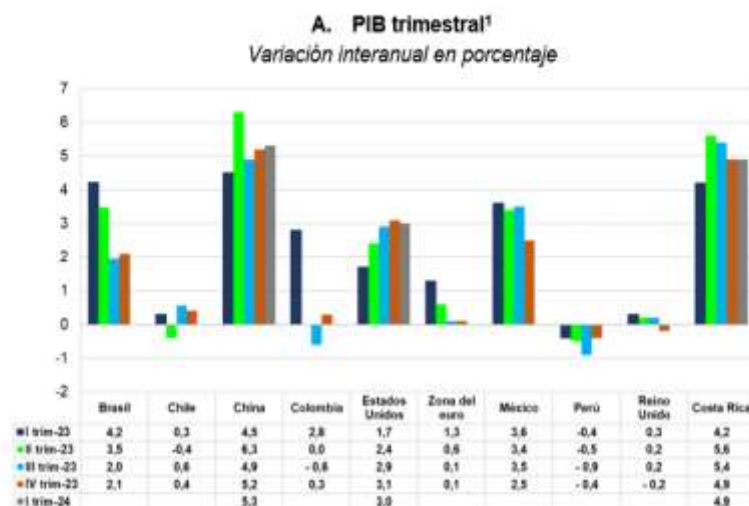
Por su parte, en China el PMI compuesto presentó una expansión en marzo hasta ubicarse en 52,7 puntos (52,5 en febrero), como consecuencia de una mayor demanda de bienes y servicios.

¹⁶ En el gráfico 6.A, para fines comparativos, los datos se incluyen en términos interanuales. Dicha variación en el cuarto trimestre del 2023 fue de 3,1% y de 3% en el primer trimestre del 2024.

¹⁷ La economía china repuntó con un crecimiento del 5,3% en el primer trimestre del 2024.

¹⁸ Si el índice está por encima de 50 indica expansión y por debajo de 50, contracción.

Gráfico 6. Indicadores de actividad económica en algunas economías



¹Para Costa Rica se utiliza la T(1,4) de la tendencia ciclo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de bancos centrales, institutos de estadística y Bloomberg.

1.2 Economía local: actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas

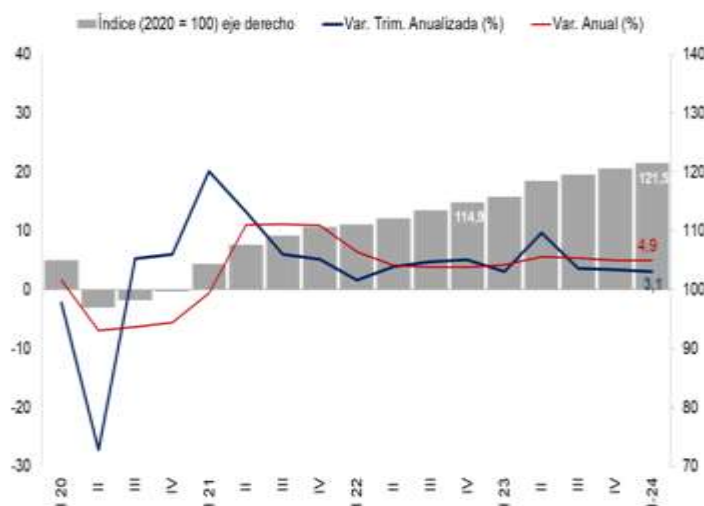
En el primer trimestre, la actividad económica mostró un crecimiento relativamente alto, aunque ligeramente menor al previsto.

En este lapso, el PIB en volumen registró una variación interanual de 4,9%, sin cambios con respecto al valor registrado en el trimestre previo, pero superior en 0,7 p.p. al mismo periodo de un año atrás.

Este comportamiento, si bien es positivo, resulta levemente inferior al previsto en el Informe de Política Monetaria de enero pasado y tanto la variación interanual como la variación trimestral anualizada sugieren que continúa la desaceleración en la producción iniciada en la segunda mitad del año anterior (Gráfico 7).

Esa desaceleración es resultado de una menor inversión en formación de capital (tanto del sector público como del sector privado), así como de una moderación en la demanda externa, principalmente en las ventas de bienes y servicios del régimen especial, efectos compensados en parte por un dinamismo del consumo privado similar al del año previo.

Gráfico 7. PIB trimestral en volumen (tendencia)



Fuente: Banco Central de Costa Rica

El consumo privado creció en el primer trimestre del 2024 a un ritmo similar al registrado en el segundo semestre del año anterior, mientras que el consumo del Gobierno se estancó y la formación de capital se moderó (Gráfico 8).

El comportamiento del consumo privado estuvo influido por la mejora en la confianza del consumidor¹⁹, el crecimiento en el crédito otorgado a los hogares, así como por el incremento en su ingreso disponible real. Esto último vinculado a la aceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios reales y su recuperación a los niveles prepandémicos, la disminución de la inflación, la apreciación del colón y la mejora en los términos de intercambio.

Destacó el mayor aporte al crecimiento del consumo de servicios de comida, bebidas, alquiler de vivienda y servicios de transporte, así como el consumo de productos alimenticios.

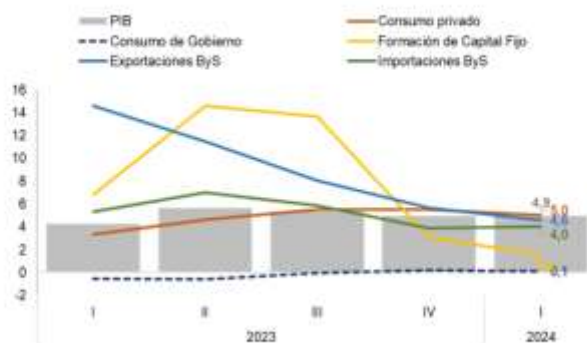
En contraste, el consumo del Gobierno prácticamente no creció en términos interanuales. Aunque hubo un aumento en las compras de bienes y servicios para educación y salud, en el

¹⁹ Como se mencionará más adelante, los índices de confianza del consumidor y de los empresarios no solo muestran una mejora desde la segunda mitad del 2020, sino que se ubican en niveles que sugieren optimismo sobre la evolución futura de la economía, lo cual tiende a estimular el gasto en consumo.

resto de las entidades públicas prácticamente no hubo cambios. Además, en materia de remuneraciones hubo movimientos compensatorios: cayó el gasto en los servicios de salud y aumentó en administración y enseñanza pública²⁰.

La formación bruta de capital subió ante la mayor inversión en equipo de transporte para personas y electricidad, lo que se sumó a las nuevas construcciones del sector privado (proyectos no residenciales). Por el contrario, la inversión del sector público disminuyó debido a la menor ejecución de proyectos de infraestructura vial, eléctrica y hospitalaria.

Gráfico 8. PIB en volumen por componentes del gasto (tendencia ciclo)
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El ritmo de crecimiento de las exportaciones se moderó, mientras que las importaciones mantienen un dinamismo similar al trimestre previo.

Tal como ocurrió en la segunda mitad del 2023, el ritmo de crecimiento de la demanda externa se moderó en el primer trimestre del presente año, tanto en las ventas de bienes como de servicios.

La desaceleración en las ventas de bienes estuvo influida por el efecto base (derivado del dinamismo en las ventas de empresas del régimen especial²¹) y la contracción en la demanda externa por productos manufacturados del régimen definitivo²².

Por su parte, el menor crecimiento de las exportaciones de servicios se relaciona con la desaceleración de la demanda por servicios informáticos, empresariales y de transporte, cuyo efecto fue parcialmente compensado por el mayor impulso de los servicios turísticos.

En el caso de las importaciones de bienes, su comportamiento guarda relación con el de la demanda interna, lo cual se evidencia en mayores compras de vehículos, productos

²⁰ En el caso de la administración pública, hubo un aumento en el empleo en el Ministerio de Seguridad, el Tribunal Supremo de Elecciones y las municipalidades.

²¹ En el 2023 la demanda externa de este grupo aumentó 20,5%

²² Principalmente café, cajas de cartón, envases de vidrio e hilos conductores de cobre.

alimenticios, combustible y equipo de transporte de personas. Por tipo de régimen, hubo una contracción en las compras realizadas por las empresas del régimen especial, principalmente vinculadas con la industria del plástico, química y farmacéutica; además de maquinaria industrial y materiales de construcción.

Con respecto a la importación de los servicios, su crecimiento denota fundamentalmente la mayor salida de costarricenses al exterior.

Actividades como la agropecuaria, la manufactura y el comercio crecieron, impulsadas por la demanda interna, mientras que la construcción se desaceleró, influida por la menor ejecución de obra pública y la caída en el inicio de nuevas edificaciones residenciales (Gráfico 9).

La aceleración de la actividad agropecuaria se relaciona con el buen desempeño de la producción de piña, banano, raíces y tubérculos, a lo que se sumó la mayor demanda interna de leche y huevos. En contraste, hubo una disminución en la producción de café, cebolla, plátano.

La manufactura presentó un comportamiento similar al del 2023, que combina la recuperación en la producción de las empresas del régimen definitivo (productos alimenticios, bebidas y productos de hierro), debido a una mayor demanda interna, con la moderación en el ritmo de crecimiento de la producción de empresas del régimen especial (principalmente en las ventas de implementos médicos)²³.

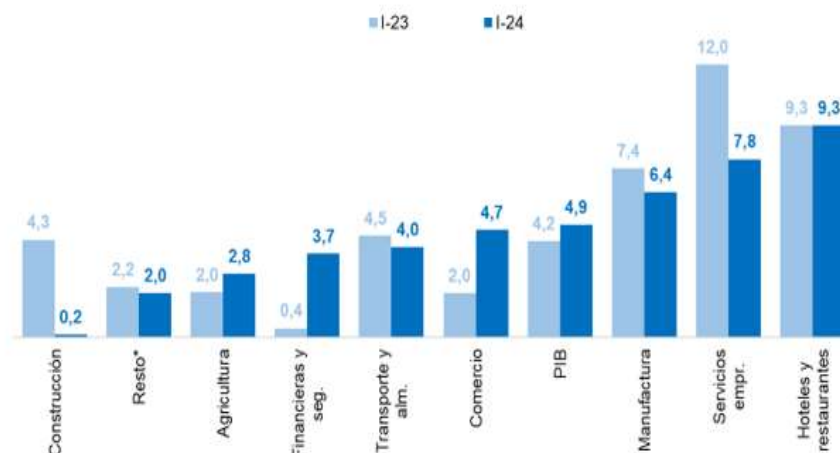
En línea con el desempeño observado en las actividades agropecuaria, manufactura, servicios de hotelería y restaurantes, el comercio registró una aceleración, dado el alto encadenamiento de esta actividad con las previamente mencionadas. Por tipo de bien, destacaron las ventas de productos alimenticios, combustibles y vehículos.

Por el contrario, la construcción se desaceleró. El comportamiento de esta actividad fue diferenciado entre segmentos: en las construcciones con destino privado destacó el crecimiento en proyectos no residenciales (oficinas, locales comerciales y naves industriales), que fue parcialmente compensado por la caída en la construcción de edificaciones residenciales (principalmente en viviendas de interés social y de grupos de ingresos medios)²⁴. Por otra parte, la construcción con destino público se contrajo por la menor ejecución en obras viales como la Ruta 32, el Programa de Integración Fronteriza, proyectos de generación eléctrica y obras de infraestructura hospitalaria.

²³ En el I-24 la producción del régimen definitivo y especial aumentó 3,5% y 10,7% respectivamente, desde una contracción de 0,7% y aumento de 19,9% en el I-23.

²⁴ Vinculada a esta actividad, la de servicios inmobiliarios aumentó por los servicios brindados por las administradoras de los parques de zona franca, así como un comportamiento positivo de los alquileres residenciales y no residenciales.

Gráfico 9. PIB en volumen según actividades (tendencia ciclo)
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El aumento en la afluencia de turistas y el comercio de mercancías al país ha estimulado el crecimiento de las actividades de hoteles, restaurantes, transporte y almacenamiento.

La producción de servicios de hotelería y restaurantes destaca como la de mayor crecimiento interanual en el primer trimestre del 2024, lo cual es explicado principalmente por el incremento en el turismo receptor (14,6% interanual en la llegada de turistas) y su consecuente demanda en zonas turísticas costeras y de montaña. Adicionalmente, la mejora en el ingreso disponible ha permitido un aumento en la demanda interna por estos servicios, especialmente en cadenas de comida rápida.

Las actividades financieras y de seguros se aceleraron por la mayor colocación de crédito, seguros y cobro de comisiones, mientras que los servicios profesionales aumentaron impulsados por la recuperación del régimen definitivo.

Las actividades financieras y de seguros mostraron un repunte con respecto al año previo, situación que se asocia con factores tales como: i) el aumento en las comisiones explícitas que cobran las entidades financieras, particularmente por el uso de tarjetas de crédito, ii) el servicio de intermediación financiera debido a la mayor colocación de crédito y al crecimiento de los depósitos en cuenta corriente y ahorro a la vista y, iii) el incremento en los ingresos asociados a los servicios de seguros.

Por su parte, los servicios profesionales mantienen un alto dinamismo (aunque menor al del año anterior) impulsado por la demanda vinculada con actividades del régimen definitivo (servicios de publicidad, de limpieza y agencias de viaje) que se sumó a la demanda externa por servicios de empresas ubicadas en el régimen especial (publicidad, consultorías y servicios administrativos). En el caso de la actividad de información y comunicaciones

destaca su desempeño positivo pero moderado con respecto al primer trimestre del 2023 y que se vincula con la evolución de la demanda externa por servicios de informática.

En línea con el desempeño de la actividad económica y la disipación de los choques externos, la confianza de consumidores y empresarios continúa al alza (Gráfico 10).

En el primer trimestre del 2024, el Índice de Confianza del Consumidor elaborado por la Universidad de Costa Rica se ubicó en 50,1 p.p., y mantuvo el comportamiento al alza observado desde la segunda mitad del 2020. El indicador aumentó en 0,2 p.p. y 2,3 p.p. con respecto al trimestre anterior y al mismo periodo de un año atrás, respectivamente.

De este indicador pueden extraerse dos subíndices, asociados con las expectativas del entorno económico actual y de las perspectivas futuras. El primero, denominado “índice de condiciones económicas actuales”, presentó un comportamiento al alza, lo que sugiere una mejor valoración por parte de los consumidores sobre el desempeño de la economía, en tanto que el índice asociado a las condiciones futuras (denominado índice de expectativas económicas) acumuló tres trimestres consecutivos por encima de los 50 puntos, lo cual también sugiere optimismo por parte de los consumidores.



De igual forma, el Índice de Confianza del Agente Económico calculado por el BCCR²⁵ se ubicó en 58,7 puntos, y acumuló cuatro trimestres consecutivos al alza y en valores superiores a los 50 puntos, lo que denota optimismo por parte de los encuestados.

Los índices de confianza empresarial también muestran mejorías en sus perspectivas sobre el desempeño de la economía. En particular, el índice global de expectativas empresariales subió 1,8 puntos con respecto al trimestre previo, en tanto que el índice empresarial de

²⁵ Los encuestados son académicos vinculados al área económica, analistas económicos y financieros, y empresarios.

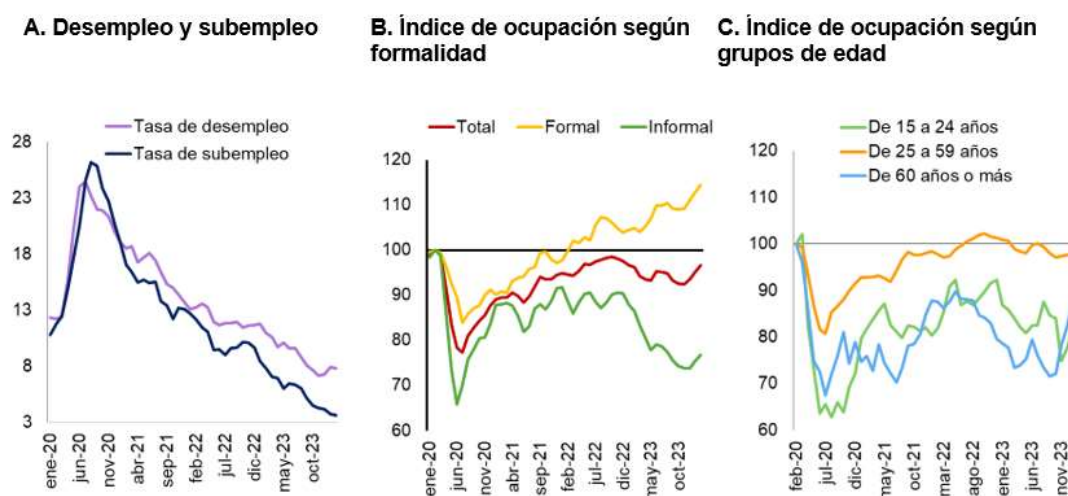
confianza calculado por la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (Uccaep) aumentó en 0,4 puntos.

El mercado laboral mostró una recuperación en el empleo y acumuló nueve meses con tasas de desempleo por debajo de los niveles históricos.

En febrero, la tasa de desempleo²⁶ se ubicó en 7,8%, inferior en 0,1 p.p. con respecto al mes previo y en 3,2 p.p. al mismo mes del año anterior, y acumuló nueve meses consecutivos con valores de un dígito e inferiores al promedio registrado antes de la pandemia (9,9% entre 2010 y 2019). Por su parte, la tasa de subempleo presentó un nuevo mínimo histórico, al ubicarse en 3,6% (Gráfico 11.A).

Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes y base feb-20 = 100



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

Estos resultados ocurrieron en un contexto de aumento reciente en la cantidad de personas empleadas. Entre noviembre del 2023 y febrero del 2024, la cantidad de ocupados se incrementó en poco más de 117 mil trabajadores, cifra que contrasta con la caída de 52 mil empleos registrada entre noviembre del 2022 y febrero del 2023²⁷. Dicho incremento respondió, principalmente, a empleos formales, los cuales han presentado un comportamiento creciente desde la segunda mitad del 2020 (Gráfico 11.B), debido a lo cual

²⁶ Este indicador relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está compuesta por la fuerza de trabajo que no tenía empleo en la semana de referencia, aunque estaba disponible para participar en la producción de bienes y servicios, y buscó empleo. La fuerza de trabajo es el conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participó en la producción de bienes y servicios o estaba dispuesta a hacerlo; está conformada por la población ocupada y la desocupada.

²⁷ El promedio móvil de tres meses que concluyen en febrero del 2024 registra un incremento de poco más de 9.000 trabajadores con respecto al promedio de igual mes del 2023.

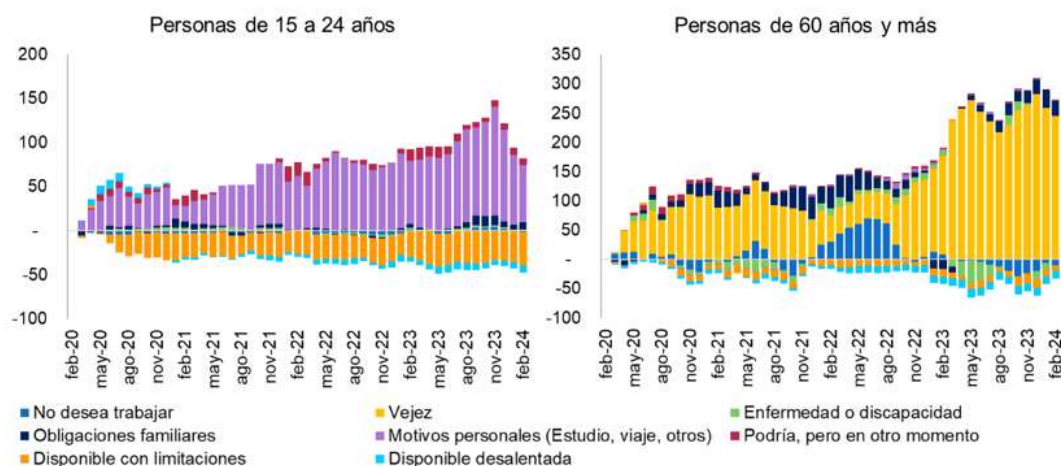
el porcentaje de empleo informal disminuyó de 42,5% en febrero del 2023 a 37,6% en febrero del 2024.

La recuperación del empleo se observa claramente en el segmento entre 25 y 59 años, que desde mediados del 2022 retornó al nivel de ocupación prepandémico (Gráfico 11.C). En contraste, en los grupos de 15 a 24 años y de mayores de 60 años, el empleo se ha mantenido por debajo de ese nivel.

Al consultar a los jóvenes la razón de su menor participación en el mercado laboral, informan que es, mayoritariamente, por estudio y viajes. Cuando se hace la misma consulta en el segmento de población de 60 y más años, la razón predominante es retiro por edad (Gráfico 12). Además, la cantidad de trabajadores desalentados en ambos grupos (y en el total de la economía) sigue a la baja²⁸.

Gráfico 12. Motivos de no participación en el mercado laboral

Cambio con respecto al nivel registrado en febrero del 2020. En miles de personas.



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

Como resultado de lo anterior, la tasa de ocupación aumentó en los últimos tres meses, de 49,4% en noviembre a 51,1% en febrero del 2024 (51,9% un año atrás). Aun así, este valor es inferior a sus niveles históricos (54,9%, en promedio, entre 2010 y 2019).

La tasa neta de participación también se recuperó, pues se ubicó en 55,8% desde 53,2% en noviembre del 2023. No obstante, es inferior en 2,5 p.p. al nivel registrado en febrero del

²⁸ A febrero del 2024, el total de trabajadores desalentados fue de 12.531 personas (25.779 en febrero del 2023); este segmento corresponde a los que salieron de la fuerza de trabajo porque se cansaron de buscar empleo, no tienen los medios económicos para buscarlo, estiman que no conseguirán trabajo por su edad, sexo, raza o discapacidad o consideran que no hay trabajo en su zona de residencia o época del año. En el grupo de personas fuera de la fuerza del trabajo entre 25 y 59 años, el motivo principal fueron las obligaciones familiares, como el cuidado de menores de edad y adultos mayores, tarea que tradicionalmente por patrones culturales, ha recaído principalmente en las mujeres.

2023 y al nivel prepandémico (60,9% entre el 2010 y el 2019). Este aumento en la participación laboral es coherente con la mejora en las expectativas de los trabajadores sobre la evolución de la economía, el incremento en la formalidad laboral y la recuperación de los salarios reales.

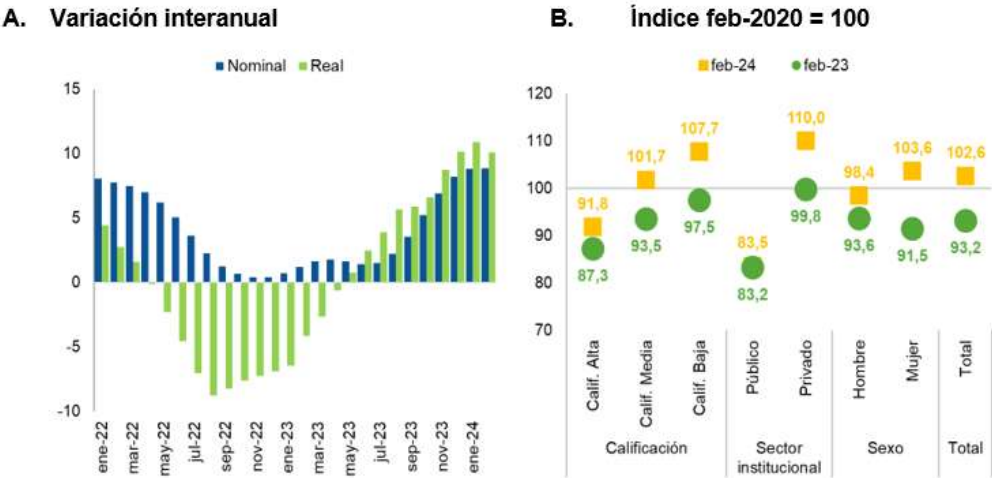
El ingreso real de los trabajadores mantiene la tendencia de mejora, en términos agregados, y en algunos grupos del mercado laboral supera el nivel previo a la pandemia.

Desde el segundo semestre del 2023, el ritmo de crecimiento de los ingresos de los trabajadores, nominales y reales, se ha acelerado dada la evolución de la actividad económica y la reversión del choque inflacionario.

Al febrero último, el ingreso real subió 10,1% interanualmente (-4,2% un año atrás), lo cual le permitió superar en 2,6 p.p. el nivel registrado en febrero del 2020 (en febrero del 2023 era inferior en 6,8 p.p.) (Gráficos 13.A y 13.B).

No obstante, hay diferencias según sector institucional: el ingreso real del sector privado es superior al registrado en febrero del 2020 en 10,0 p.p. y el de los trabajadores del sector público ha caído en poco menos de 20 p.p. con respecto a esa referencia.

Gráfico 13. Ingreso real¹ en la ocupación principal según calificación, sexo y sector institucional
Variación interanual en porcentajes e índice feb-20 = 100.



¹Cálculos a partir de la serie de tendencia de los ingresos reales.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Los ingresos de los trabajadores de calificación media y baja se encuentran por encima del nivel prepandémico en 1,7 p.p. y 7,7 p.p. respectivamente, mientras que un año atrás continuaban por debajo de dicho nivel.

En síntesis, el mercado laboral muestra una mejora que se manifiesta en una tasa de desempleo baja en comparación con sus niveles históricos y relativamente estable en meses recientes, así como un incremento en la ocupación, principalmente en las personas con edades entre 25 y 59 años, y en el sector formal, lo que se ha traducido en un aumento de la tasa ocupación y en niveles mínimos de subempleo.

A su vez, la tasa de participación neta muestra una modesta mejoría, congruente con el comportamiento de la actividad económica y la mejora tanto de las expectativas de los agentes económicos como de los ingresos reales.

Debe recordarse que los cambios en el mercado laboral obedecen a una diversidad de fenómenos. Existen factores demográficos, decisiones personales y familiares, por ejemplo, que influyen de forma temporal o permanente en las decisiones de los trabajadores dentro del mercado. En ese sentido, la dinámica reciente de los salarios (y las expectativas de los empleadores y los trabajadores) tendrán efectos sobre las decisiones de los oferentes y los demandantes en este mercado.

En el primer trimestre del 2024 el déficit de la cuenta corriente ascendió a 0,1% del PIB, cifra inferior en 0,2 p.p. a la registrada en el mismo período del año previo.

En términos del PIB, el menor desbalance en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se explica, fundamentalmente, por la reducción de la brecha negativa de la cuenta de bienes, toda vez que el déficit de la cuenta de ingreso primario y el superávit de servicios mostraron razones similares a las registradas en el mismo período del año previo (Cuadro 1). El Recuadro 1 de este informe describe los principales factores que han incidido en la tendencia decreciente observada en el balance deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país en las dos últimas décadas.

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica
En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	IT 2023	IT 2024	IT 2023	IT 2024
Cuenta corriente	-260	-144	-0,3	-0,1
Bienes	-1 316	-1 318	-1,5	-1,4
Exportaciones FOB	4 611	4 731	5,3	4,8
Importaciones CIF	5 927	6 049	6,9	6,2
Hidrocarburos	613	669	0,7	0,7
Servicios	2 662	2 949	3,1	3,0
Viajes	1 066	1 277	1,2	1,3
Resto	1 596	1 672	1,8	1,7
Ingreso primario	-1 771	-1 941	-2,0	-2,0
Intereses de la deuda pública externa	-250	-321	-0,3	-0,3
Resto del ingreso primario	-1 522	-1 620	-1,8	-1,7
Ingreso secundario	164	166	0,2	0,2
Cuenta de capital	5	5	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-255	-139	-0,3	-0,1
Cuenta financiera	-799	-362	-0,9	-0,4
Sector público	1 042	411	1,2	0,4
Sector privado	-1 841	-773	-2,1	-0,8
Pasivos de inversión directa	-934	-1 164	-1,1	-1,2
Activos de reserva	544	223	0,6	0,2
Saldo de activos de reserva	9 139	13 392	10,6	13,7

Cifras preliminares al primer trimestre del 2024.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La balanza de bienes registró un déficit de *USD* 1.317,9 millones, equivalente a 1,4% del PIB (1,5% en igual lapso del 2023), resultado que combinó el incremento interanual de las exportaciones e importaciones de 2,6% y 2,1% respectivamente (15,2% y 4,2% en ese mismo orden, en igual periodo del año anterior).

La desaceleración de las exportaciones estuvo determinada principalmente por el comportamiento de las ventas externas de las empresas amparadas al régimen especial²⁹, cuyo crecimiento en el primer trimestre del 2024 (5,3%) fue muy inferior al registrado en igual periodo del 2023 (26,2%). Además, las exportaciones del régimen definitivo disminuyeron en 2,8%, principalmente las ventas de bienes de manufactura y agropecuarios, con caídas de 5,0% y 0,2% en cada caso.

De igual forma, en este periodo las importaciones mostraron un menor crecimiento asociado, sobre todo, a la contracción interanual de las compras del régimen especial (13,5%). Cabe destacar que este régimen de comercio mostró, por tercer trimestre consecutivo, tasas de variación interanuales negativas en sus compras externas, luego de exhibir una tasa de crecimiento promedio de 22,8% durante el 2022 y en la primera mitad del 2023.

Por el contrario, las importaciones del régimen definitivo registraron un mayor crecimiento con respecto al año previo (6,8% en comparación a 1,8%), en gran medida por el dinamismo en los bienes de consumo, de capital e hidrocarburos.

Particularmente, la factura petrolera creció 9,1%, como resultado del efecto conjunto del incremento en la cantidad de barriles importados de 16,2% y una reducción en el precio medio de la mezcla de hidrocarburos de 6,1%.

La cuenta de servicios generó un superávit de *USD* 2.949,2 millones, que significó un incremento interanual de 10,8% y una relación con respecto al PIB de 3,0%. Lo anterior como resultado del continuo crecimiento de los ingresos por turismo receptor y, en menor medida, del incremento neto de los servicios de apoyo empresarial y de informática e información.

Los egresos netos por la retribución a los factores productivos (ingreso primario) ascendieron a *USD* 1.940,8 millones (2,0% del PIB, igual a la razón del 2023) y un crecimiento interanual de 9,6%, debido al incremento tanto de la renta de la inversión directa como de los intereses de la deuda pública externa, comportamiento coherente con una economía con flujos relativamente altos y estables de inversión directa y con un mayor nivel de endeudamiento público.

²⁹ En este grupo de empresas, destaca el efecto base observado en las exportaciones, las cuales mostraron tasas de crecimiento de dos dígitos durante los últimos tres años, en promedio de 22,7%.

En el primer trimestre del 2024, el país recibió financiamiento externo equivalente a 0,4% del PIB, inferior al registrado el año previo, pero suficiente para financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciar un incremento de activos de reserva de 0,2% del PIB.

El financiamiento externo fue dirigido al sector privado (0,8% del PIB), toda vez que el sector público mostró salidas de recursos de 0,4% del PIB. Los inlfujos de ahorro externo neto hacia el sector privado estuvieron vinculados a la inversión directa, que ascendió a 1,2% del PIB. Al primer trimestre del 2024, esta modalidad de inversión mostró una variación interanual de 24,6% y, como ha sido usual, en su mayoría fue canalizada a la industria manufacturera, en particular a empresas de implementos médicos y de alta tecnología.

Las salidas de recursos del sector público se asocian, mayormente, a las amortizaciones de compromisos externos por 1,1% del PIB, entre las cuales destacaron los pagos que realizó el Banco Central al FLAR por un monto de USD 962,5 millones³⁰. Este pago fue compensado parcialmente por desembolsos de deuda pública externa equivalentes a 0,8% del PIB.

El acceso al ahorro externo permitió financiar la brecha negativa conjunta de las cuentas corriente y de capital, y acumular activos de reserva, cuyo saldo al término de marzo ascendió a USD 13.391,5 millones (13,7% del PIB). En este contexto, el indicador de seguimiento de reservas internacionales netas (IR) se ubicó en 148,2%, monto que está dentro del rango que se considera adecuado según la metodología propuesta por el FMI³¹.

En términos de otros indicadores, este monto de reservas equivale a 7,7 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo, 2,4 veces de la deuda externa total de corto plazo del país y 1,4% veces la base monetaria amplia.

En el primer bimestre del 2024 el Gobierno Central generó un superávit primario y un déficit financiero coherente con el objetivo de sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

El Gobierno Central (GC) generó al término de los primeros dos meses del año, un resultado primario y financiero equivalentes a 0,3% y -0,8% del PIB, en ese orden, similar al del mismo periodo del año previo (0,3% y -0,7%, respectivamente³²) (Gráfico 14).

Los ingresos totales crecieron 3,8%, tasa inferior a la registrada en igual período del año previo (4,6%) y en los últimos cinco años (11,3%). Este comportamiento se asocia a la

³⁰ Destaca la cancelación anticipada del préstamo de apoyo para la balanza de pagos por USD 825 millones.

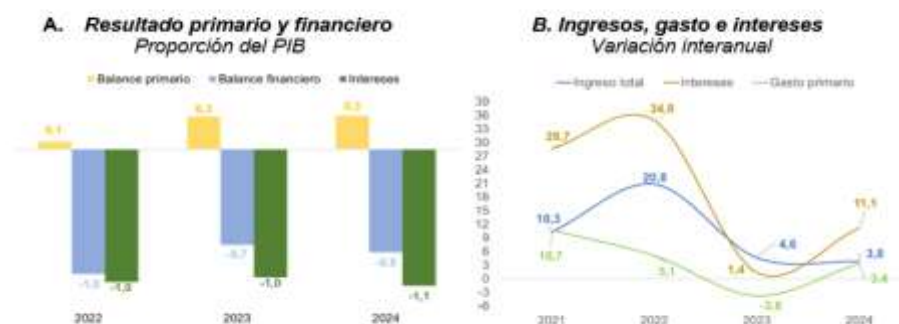
³¹ Méndez, Esteban. Indicador para el seguimiento del saldo de reservas internacionales netas (RIN) para Costa Rica (Nota Técnica N.º 02 | 2023). La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 4 del acta de la sesión 6110-2023, celebrada el 9 de marzo del 2023, definió el indicador de seguimiento para las reservas internacionales (IR) como la relación porcentual entre el saldo de RIN observado con respecto al nivel adecuado.

³² En términos absolutos, el balance primario aumentó ₡8,9 mil millones, mientras que el deterioro en el resultado financiero fue de alrededor de ₡43 mil millones.

desaceleración en la recaudación del impuesto a los ingresos y utilidades y al valor agregado interno, así como la caída en el ingreso por impuesto a la propiedad de vehículos.

Si bien el crecimiento interanual del gasto primario (3,4%) fue inferior a la tasa media de los últimos 13 años (5,3%), dada la aplicación de la regla fiscal (contuvo el gasto en remuneraciones, las transferencias corrientes y los gastos de capital), el mayor crecimiento en el pago de intereses (11,1% desde 1,4% en igual periodo del 2023) fue determinante en el crecimiento del gasto total (5,8%).

Gráfico 14. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses
Cifras a febrero de cada año



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

La generación del superávit primario redujo los requerimientos de financiamiento del Gobierno y permitió que la deuda en estos dos primeros meses creciera a un ritmo menor que el PIB nominal (0,2% comparado con 4,2% en el mismo periodo del año previo), y por debajo del promedio registrado en el último quinquenio (9,3%). En este contexto, la razón deuda a PIB disminuyó 2,3 p.p. con respecto al término del 2023 (61,1%)³³ (Gráfico 15).

Gráfico 15. Gobierno Central: saldo de deuda total
Como proporción del PIB, miles de millones de colones y tasas de variación



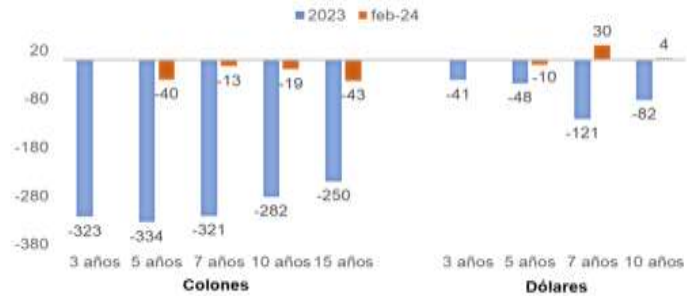
Fuente: Banco Central de Costa Rica con cifras del Ministerio de Hacienda.

³³ La disminución neta de la deuda interna fue de ₡198.589 millones y el aumento neto de la deuda externa de ₡267.622 millones. El primero de estos valores reflejó el efecto de la apreciación de la moneda nacional, mientras que en la deuda externa influyeron, principalmente, los desembolsos de créditos con el FMI.

La consolidación fiscal ha contribuido a la mejora en la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones, lo cual se manifestó en una reducción en la mayoría de las tasas de interés en colones asignadas durante los primeros dos meses del 2024. El ajuste a la baja fue entre 13 y 43 puntos p.b. para todos los plazos, si se toman como referencia los rendimientos asignados entre diciembre del 2023 y febrero pasado (Gráfico 16).

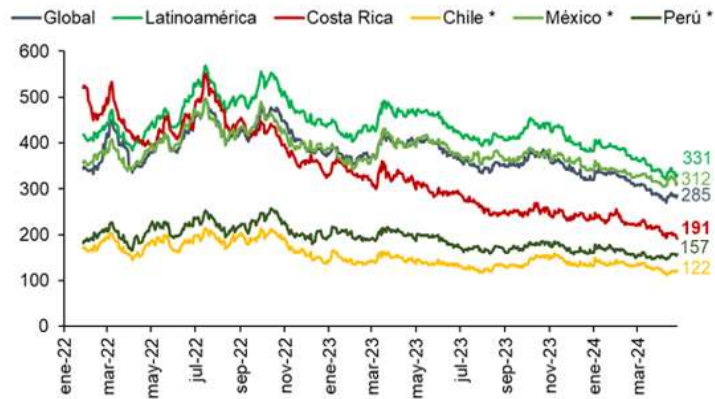
Esa consolidación también se evidencia en la evolución del indicador EMBI para Costa Rica, que se ubicó por debajo de 200 p.b., lo cual representa una diferencia con el EMBI LATAM y el EMBI GLOBAL de 140p.b. y 94 p.b., en ese orden. Cabe señalar que ese resultado significa una mejor percepción del riesgo de Costa Rica en comparación con países con mejor calificación crediticia, como México, Colombia, Panamá, o República Dominicana en el caso de S&P Global Ratings y Moody's (Gráfico 17).

Gráfico 16. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central (febrero del 2024 con respecto a diciembre del 2023)
En puntos base



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

Gráfico 17. Indicador de bonos emergentes (EMBI)
En puntos base (cifras al 25 de abril del 2024)



*Países con calificación de grado de inversión.

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

1.3 Condiciones monetarias

El Banco Central estima que el comportamiento de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias que excedan la meta de inflación en los próximos 24 meses.

Al término del primer trimestre³⁴ del presente año la base monetaria disminuyó 3,4% con respecto a diciembre del 2023. Si bien este lapso se caracterizó por una expansión monetaria originada, principalmente, en la compra de dólares efectuada por el BCCR en el mercado cambiario y el pago de intereses sobre las operaciones de mercado abierto, esos movimientos fueron más que compensados mediante la colocación de bonos de estabilización monetaria y depósitos en el MIL.

El ahorro financiero, aproximado por los agregados monetarios amplios, mostró al término de marzo tasas de variación afines con el crecimiento de la actividad económica y la meta de inflación, por lo cual se considera que su comportamiento no incuba presiones inflacionarias por encima de la meta.

La liquidez total y la riqueza financiera crecieron, en promedio, a una tasa anual en torno a 7,0%, en tanto que el medio circulante (M1) amplio se aceleró (de -0,1% en marzo del 2023 a 11,0% un año después), lo cual puso de manifiesto una mayor preferencia de los ahorrantes por depósitos altamente líquidos en colones. Este comportamiento es consecuente con el menor costo de oportunidad de mantener instrumentos con bajo o nulo rendimiento, dada la reducción de las tasas de interés pasivas en colones³⁵ (Gráfico 18.A).

Gráfico 18. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)



³⁴ Considera información del BCCR y de los intermediarios financieros (preliminar) al 31 de marzo del 2024. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y del crédito al sector privado excluyen el efecto de la variación en el tipo de cambio.

³⁵ Las reducciones de la TPM desde marzo del 2023 y hasta el 31 de marzo de 2024 (375 p.b.) se han trasladado de forma completa a las tasas pasivas, no así a las tasas activas cuya disminución ha sido mucho menor e incluso, contrario a lo esperado, ha aumentado para algunos rubros de crédito.

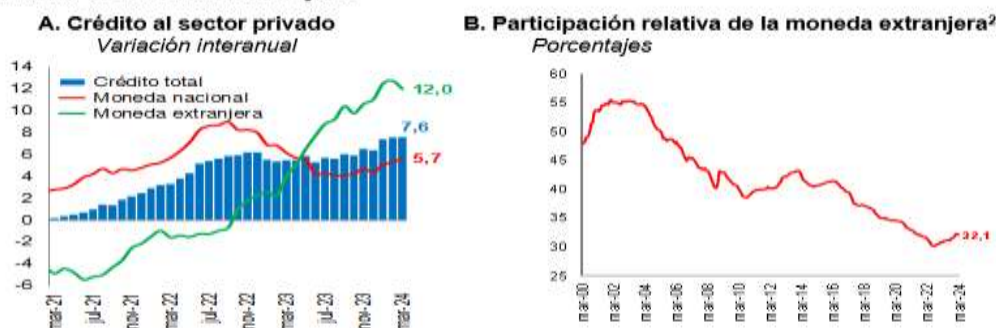
Esa disminución de las tasas de interés pasivas en colones, unido a la relativa estabilidad en las tasas pasivas en dólares y el comportamiento de las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), ubicó el premio por ahorrar en moneda nacional entre -169 y -201 p.b. al finalizar marzo (Gráfico 18.B).

Los valores negativos del premio en colones³⁶ han incidido en la dolarización de los depósitos a plazo, cuya participación relativa ha aumentado en 2,3 p.p. desde el tercer trimestre del 2023. No obstante, al considerar el agregado monetario amplio (riqueza financiera o liquidez total), el aumento en la dolarización es menor (entre 0,4 y 1,0 p.p. en igual lapso) (Gráfico 18.C).

El crédito al sector privado en moneda extranjera continúa dinámico.

El crédito al sector privado (CSP) creció, al término del primer trimestre del 2024, a una tasa anual de 7,6% (5,5% un año antes), con un impulso notorio del crédito en moneda extranjera que registra, desde finales del año anterior, tasas de dos dígitos (12,0% contra 4,0% en el mismo lapso del 2023) (Gráfico 19.A). Este comportamiento ubicó la participación relativa de la moneda extranjera en la cartera total en 32,1% al término del período en comentario, 1,3 y 0,3 p.p. por encima de lo observado un año atrás y en el trimestre previo (Gráfico 19.B), respectivamente.

Gráfico 19. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera¹



¹Cifras sin efecto cambiario.

²Razón entre el crédito al sector privado en moneda extranjera y el crédito total al sector privado.

CSP: crédito al sector privado; CSP MN: crédito al sector privado en moneda nacional; CSP ME: crédito al sector privado en moneda extranjera.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La mayor demanda de crédito en dólares ha sido consecuente con el encarecimiento relativo del crédito en colones. Al finalizar el primer trimestre del presente año, el comportamiento de las tasas activas en colones y en dólares y la evolución de las expectativas de variación cambiaria (mercado), llevó a que el costo en exceso por endeudarse se ubicara en 149 p.b.

³⁶ Esto debido, principalmente, al comportamiento de las expectativas de variación cambiaria, toda vez que las tasas de interés en colones son mayores a las correspondientes en dólares.

El aumento en la participación del componente en moneda extranjera dentro del CSP aumenta la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario. Sin embargo, en febrero del presente año la proporción del crédito en moneda extranjera otorgado a deudores con exposición cambiaria disminuyó (de 60,3% en febrero del 2023 a 58,6% en igual mes del 2024)³⁷.

Según las fuentes y usos de recursos, en los primeros tres meses del año, tanto el crédito en moneda nacional como en moneda extranjera fue atendido con recursos provenientes de la captación del público.

Por tipo de actividad, el 58%³⁸ del crédito continúa concentrado en consumo y vivienda, hecho que aumenta la exposición del sistema financiero y limita el financiamiento a otras actividades.

Pese a lo anterior, la morosidad del Sistema Bancario Nacional (SBN) se ha mantenido relativamente estable: en febrero el indicador de mora regulatoria de la cartera crediticia (morosidad mayor a 90 días o en cobro judicial) se ubicó en 1,9%, menor al registrado un año atrás (2,1%) y el de la mora amplia (que incluye la mora regulatoria, los créditos liquidados y los bienes recuperados) fue de 11,4% (12,0% en igual mes del 2023)³⁹.

1.4 Inflación

En el primer trimestre del 2024, la inflación general interanual se mantuvo en terreno negativo, aunque las presiones deflacionarias disminuyeron con respecto a los dos trimestres previos.

En marzo del 2024, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente⁴⁰ se ubicaron en -1,2% y 0,0% (Gráfico 20.A), respectivamente, ambos por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta establecida por el BCCR (3,0% ± 1

³⁷ Según el Reglamento sobre Administración Integral de Riesgos (Acuerdo Sugef 2-10), a partir de enero del 2023 el deudor de un crédito en moneda extranjera califica como “sin exposición a riesgo cambiario” si dispone de una cobertura natural o financiera contra ese riesgo, que debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito. La cobertura natural ocurre cuando el deudor tiene un flujo regular de ingresos en la misma moneda de la(s) operación(es), en tanto que la financiera es cuando dispone de un derivado financiero para cubrirla.

³⁸ Al término de enero de 2024 el crédito en colones se concentró en las actividades de consumo (42,5%) y vivienda (29,6%), mientras que en dólares en servicios (35,0%), en vivienda (18,3%) y comercio (13,9%).

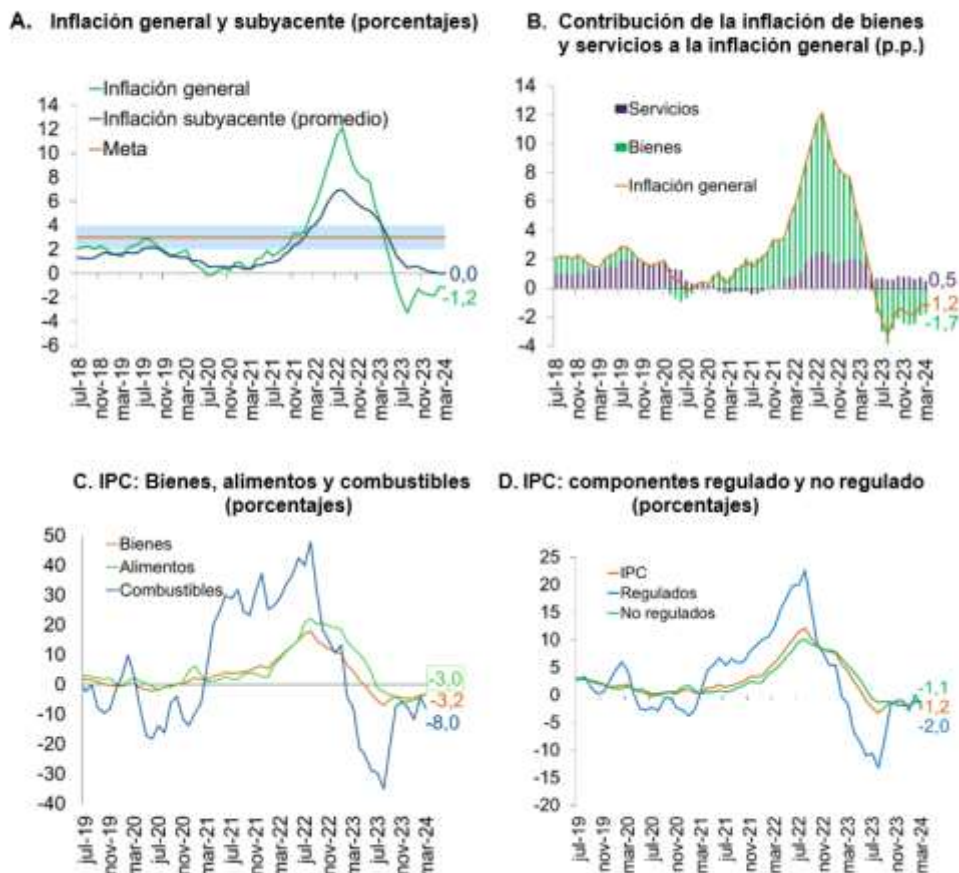
³⁹ El indicador de mora amplia se ubicó en febrero del 2020 (mes previo a la declaratoria de la pandemia en Costa Rica) en 11,3%.

⁴⁰ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda sobre las cuales tiene efecto la política monetaria. Corresponde al promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad, exclusión fija de precios de bienes agrícolas y combustibles, reponderación por volatilidad, reponderación por persistencia de los cambios en los precios y media truncada. Al respecto, ver la siguiente **nota técnica**.

p.p.)⁴¹. Con ello, el promedio interanual de esos indicadores en el primer trimestre del año en curso fue de -1,4% y 0,0%, en ese orden (-1,6% y 0,4% en el trimestre previo).

Gráfico 20. Indicadores de inflación

Variación interanual en porcentajes y puntos porcentuales



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

Al igual que en el cuarto trimestre del 2023, en el primero del 2024 los precios de los servicios registraron una variación interanual positiva (1,5%), en tanto que la de los bienes fue negativa (3,7%). En marzo pasado, el subíndice de servicios creció 1,3% mientras que el de bienes disminuyó 1,6%, con lo cual la contribución a la inflación interanual de ese mes fue de 0,5 p.p. y -1,7 p.p., respectivamente (Gráfico 20.B).

En el trimestre en cuestión, el aporte negativo de los precios de los bienes al resultado interanual de la inflación general fue determinado, principalmente, por el comportamiento del componente de alimentos, cuya variación interanual promedio fue de -4,1% (-5,1% en el cuarto trimestre del 2023), y la evolución en el precio de los combustibles (caída interanual

⁴¹ Esa condición se presenta desde mayo del 2023 en la inflación general y de junio de ese mismo año en la inflación subyacente.

promedio de 8,1%, mayor a la caída en el trimestre previo, 6,9%). Particularmente, en marzo, los alimentos y combustibles presentaron variaciones interanuales de -3,0% y -8,0%, en ese orden (Gráfico 20.C).

La disminución en el precio de los combustibles determinó en mayor medida la caída de 1,6% en la inflación interanual del componente regulado del IPC durante el lapso en comentario (reducción de 1,3% en el trimestre anterior), mientras que la deflación del componente no regulado se asoció con la disminución del precio de los alimentos. En marzo ambos componentes presentaron tasas de variación interanual negativas (Gráfico 20.D).

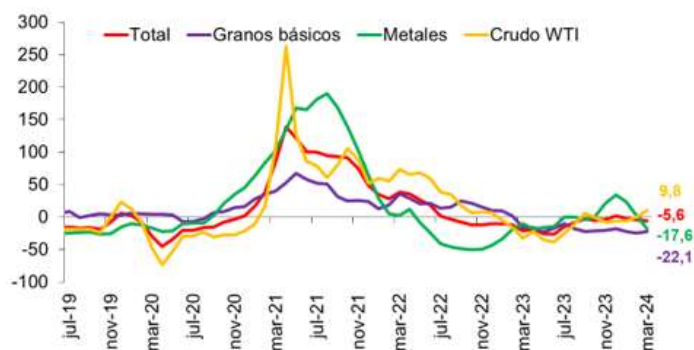
La reducción de la inflación, con valores negativos desde junio del 2023, ha estado determinada, en mayor medida, por la reversión de los choques de oferta externos y la política monetaria restrictiva.

El comportamiento de la inflación ha estado influido por la disipación de los choques de oferta externos que la impulsaron en el 2022, manifiesta en la reducción de los precios de los hidrocarburos, de los granos básicos y de los servicios de transporte marítimo en el mercado internacional.

La disminución de los precios externos se observa también, en el ámbito local, en el índice de materias primas importadas, que registra desde agosto del 2022 variaciones interanuales negativas (Gráfico 21).

Gráfico 21. Índices de precios de materias primas importadas¹

Variación interanual, en porcentajes



¹Los granos básicos incluyen: trigo maíz, soya y arroz. Los metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

En el primer trimestre del 2024, la variación interanual promedio de dicho índice disminuyó 4,0%; en particular, los precios de los granos básicos bajaron 22,9% (caída de 19,8% en el

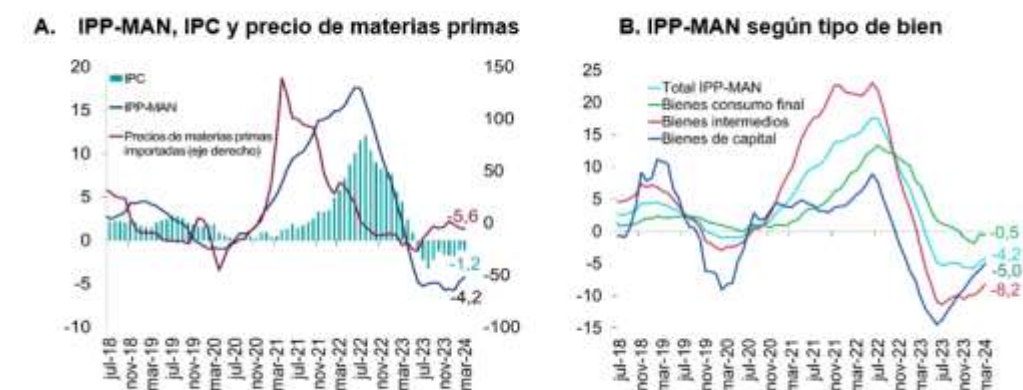
trimestre previo)⁴², en tanto que el precio del crudo WTI aumentó 1,3%⁴³, luego de la caída de 5,0% registrada en el último trimestre del 2023. Por otra parte, el precio promedio del transporte por contenedor disminuyó 73% entre setiembre del 2021 (mes en el que alcanzó su precio máximo) y marzo del 2024 (de USD 10.866 a USD 2.916)⁴⁴.

La reversión de los choques de oferta de origen externo también ha influido en el Índice de Precios del Productor de la Manufactura (IPP-MAN), indicador que se desaceleró a partir del segundo semestre del 2022⁴⁵ y muestra variaciones interanuales negativas desde abril del 2023 (Gráfico 22.A). Lo anterior anticipa una menor presión por empuje de costos sobre los indicadores de inflación al consumidor final.

En el primer trimestre del 2024 la variación interanual promedio de este indicador fue de -4,9% (-5,4% en el anterior). Al desagregarlo por tipo de bien, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC, mostró en los últimos cinco meses finalizados en marzo pasado una variación interanual negativa⁴⁶ (Gráfico 22.B).

Gráfico 22. Precios del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴² El Índice de precios de los alimentos de la FAO presentó una caída interanual promedio de 8,8% en el primer trimestre del 2024 (-10,4% en el trimestre previo).

⁴³ Este resultado fue determinado por el incremento interanual de 8,9% en marzo, que más que compensó los valores negativos de 5,9% y 0,1% de enero y febrero, en ese orden.

⁴⁴ Este precio aumentó desde USD 1.365 el 31 de diciembre pasado a USD 2,446 al 7 de abril del año en curso (incremento cercano al 79%), situación propiciada por las tensiones geopolíticas y militares en el mar Rojo.

⁴⁵ La desaceleración del IPP-MAN se manifestó con mayor intensidad en su componente no alimenticio que en el alimenticio, con una variación interanual en marzo del 2024 de -6,2% y -2,8% en ese orden, desde tasas de 18,0% y 17,1% en julio del 2022 respectivamente.

⁴⁶ En marzo pasado los precios de los bienes de consumo final registraron una tasa interanual de -0,5%. Sin embargo, su desaceleración es menor en comparación con los precios de bienes intermedios y de capital, que en ese mes registraron tasas negativas de 8,2% y 5,0%, respectivamente.

Elementos de índole interno también han determinado la reducción de la inflación desde setiembre del 2022, así como la deflación de los últimos diez meses terminados en marzo pasado. Entre ellos destacan:

- a) La política monetaria restrictiva⁴⁷, a pesar de la reducción en la TPM aplicada hasta marzo del 2024 (375 p.b.⁴⁸).
- b) La apreciación de la moneda local, dado que reduce las presiones al alza en los precios de los bienes, principalmente de los importados.

Pese a la persistencia de la deflación en los últimos meses, las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta del BCCR dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios, y las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativa de mercado) continúan alineadas al rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación. Al término del primer trimestre del 2024, la primera de estas mediciones ubicó la mediana de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses en 2,0% y 3,0% respectivamente, mientras que las expectativas de mercado registraron tasas de 2,3% y 2,5% en esos mismos plazos (Gráfico 23).

Gráfico 23. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹ y mercado
Variación interanual, en porcentajes



¹En la serie de expectativas de inflación a 12 meses de la encuesta para el lapso diciembre del 2020- noviembre del 2021 (periodo de suspensión) se utiliza una inferencia obtenida mediante la técnica de series de tiempo funcionales. Ver: Series de tiempo funcionales en el análisis de las encuestas de expectativas de inflación en Costa Rica.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴⁷ Entre diciembre del 2021 y octubre del 2022 la TPM aumentó en 825 p.b., lo que propició una postura restrictiva de la política monetaria desde noviembre de ese último año, que contribuyó a moderar las presiones de demanda agregada y facilitó la contención de los efectos inflacionarios de segunda ronda.

⁴⁸ En abril del 2024 hubo una nueva reducción en la TPM (50 p.b.). Sin embargo, en esta sección se menciona el dato acumulado a marzo, que es para el último mes que está disponible el dato de inflación.

Recuadro 1. Hechos estilizados de la reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos

Luego de la crisis de la deuda externa (y de balanza de pagos), de inicios de los años ochenta, la economía costarricense experimentó una serie de transformaciones que, con altibajos, han permitido la reducción de algunos desequilibrios macroeconómicos relevantes.

Un desequilibrio que se manifestó con más fuerza es el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual persiste, pero en magnitud decreciente, mientras que la fuente de su financiamiento ha cambiado de deuda externa a inversión directa.

Cabe preguntarse ¿cuáles son las fuerzas económicas que explican esta transformación? Si bien, esta tendencia se identifica desde hace más de cuarenta años, seguidamente se describen algunos de los hechos que han incidido en la consolidación de esta dinámica en los últimos 24 años.

Costa Rica es una economía pequeña de ingreso medio alto⁴⁹ que, históricamente, ha promovido una estrategia de inserción en los mercados reales y financieros externos, por lo que su desempeño productivo y exportador está alta y positivamente correlacionado con la evolución de la actividad económica de los principales socios comerciales y financieros del país; en particular, los Estados Unidos de América (EUA), Europa y Centroamérica.

El país se ha posicionado en el mundo por diversas fortalezas, entre estas, la estabilidad política, la calidad del recurso humano y la favorable posición geográfica para la realización de negocios internacionales, que han favorecido el establecimiento de empresas con participación de no residentes en el capital y conectadas a diferentes etapas de las cadenas globales de valor⁵⁰, y que desarrollan actividades de fabricación intensivas en conocimiento, incluido el diseño, la investigación y desarrollo (I+D), tanto en bienes como en servicios no tradicionales, primordialmente para atender la demanda externa.

Esta estrategia ha propiciado encadenamientos entre actividades de producción, la diversificación de productos y de la oferta de exportaciones de bienes y servicios, con lo cual la evolución y composición de los flujos comerciales y financieros con el resto del mundo han experimentado cambios y, han contribuido para que la brecha negativa de la cuenta corriente de la balanza de pagos presente una tendencia decreciente en las últimas cuatro décadas.

Principales rubros que inciden en la reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos

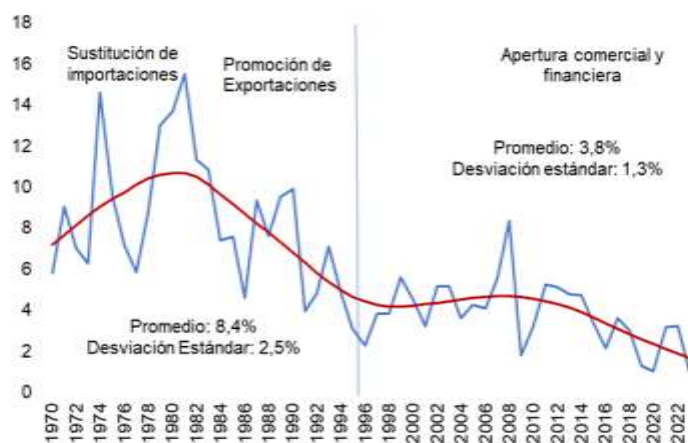
⁴⁹ Según el Banco Mundial Costa Rica es un país de ingreso medio alto. Ver <https://www.bancomundial.org/es/country/costarica/overview>

⁵⁰ Por ejemplo, según la Coalición Costarricense de Iniciativas de Desarrollo (CINDE) en el lapso 2017-2023 se instalaron 191 nuevas empresas en el país.

La cuenta corriente es un componente de la balanza de pagos que muestra los flujos netos de bienes, de servicios, de ingresos primario y secundario entre residentes y no residentes⁵¹. Al resultado positivo se le llama superávit y al negativo déficit. Un superávit en cuenta corriente se traduce en la capacidad de prestar recursos (ahorro interno) al resto del mundo, en tanto que un déficit significa una necesidad de financiamiento externo (atracción de ahorro externo) por parte de la economía residente.

Como otras economías, Costa Rica ha registrado por períodos prolongados, resultados deficitarios en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, su tendencia en los últimos cuarenta años ha sido decreciente a la vez que se ha moderado su volatilidad⁵² (Gráfico 1.1).

Gráfico 1.1. Déficit y tendencia de la cuenta corriente de la balanza de pagos
Porcentaje del PIB



Nota: El promedio se calcula a partir de la serie original. La desviación estándar se obtiene del ciclo de la serie inferido a partir de un método filtrado de Hodrick-Prescott.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Esta tendencia es coherente con una estrategia de largo plazo, de integración comercial y diversificación de productos y mercados, implementada mediante políticas públicas (entre ellas incentivos fiscales) para la promoción de exportaciones y apertura económica, que propiciaron la llegada de empresas, principalmente en los regímenes especiales de comercio exterior⁵³ y mayores flujos de inversión directa, lo que en conjunto impulsó el valor y la

⁵¹ Según el Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Sexta Edición. Párrafo 2.14.

⁵² Tendencia estimada con base en la serie original mediante el filtro de Hodrick-Prescott ($\lambda=100$). Respecto a la volatilidad, se observa una reducción a lo largo de la muestra analizada, al disminuir de una desviación estándar de 3,3% en el periodo 1970-1995, a 1,6% en el lapso de 1996-2023.

⁵³ Para mayor detalle consultar el recuadro 1 del Informe de Política Monetaria de enero, 2023. Disponible en: <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/IPM-enero-2023-informe.pdf>

diversificación de la oferta exportable del país. Con el tiempo esta estrategia fue complementada y reforzada con la suscripción de acuerdos de libre comercio.

De esta manera, las exportaciones de bienes y servicios canalizadas por las empresas adscritas al régimen de zonas francas han mostrado un alto dinamismo en los últimos años. Aunado a esto, las exportaciones de servicios, que han cobrado una relevancia creciente, se caracterizan por un componente importado relativamente menor en sus procesos productivos. Estos hechos inciden en la reducción observada del déficit de cuenta corriente (Gráfico 1.2).

En el trienio 1979-1981, fue evidente el agotamiento del modelo de sustitución de importaciones adoptado en los años sesenta del siglo pasado, que se manifestó en una severa crisis, entre otros elementos, por los choques (externos) del súbito incremento en los precios del petróleo y el alto nivel de las tasas de interés internacionales. El déficit en la cuenta corriente fue en promedio de 14,1% del PIB, el país entró en cesación de pagos externos, se agotaron las reservas internacionales, y para 1982 la producción cayó 7% con una inflación interanual que alcanzó tres dígitos.

Estos efectos mostraron las debilidades del modelo de sustitución de importaciones y lo inadecuado de un régimen de tipo de cambio fijo para absorber choques externos a los que una economía pequeña, como la costarricense, se enfrenta.

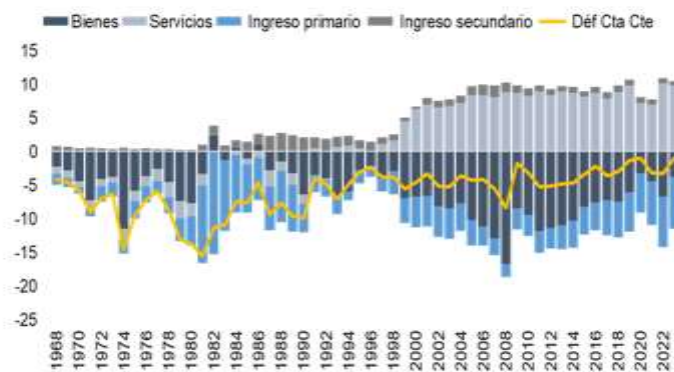
Es a partir de este traumático episodio de la historia económica costarricense que se adopta la estrategia de fomento a las exportaciones antes señalada y se observa, a su vez, el inicio de una tendencia decreciente en el déficit de la cuenta corriente, a causa del establecimiento de un conjunto de políticas orientadas a estimular las exportaciones no tradicionales aunado a la aplicación de un régimen cambiario de paridad reptante, que si bien causaba inercia inflacionaria, tendía a compensar los mayores costos de producción locales con un tipo de cambio siempre creciente.

La evolución decreciente de la brecha negativa en la cuenta corriente continuó en el marco del modelo de apertura económica y, para el periodo que comprende de 2000 al 2023 el peso relativo promedio respecto al PIB fue 3,8%, con una desviación estándar de 1,3%.

En este lapso, las autoridades costarricenses dieron continuidad a una política comercial orientada a propiciar la diversificación de las exportaciones y los mercados de destino y, se iniciaron negociaciones comerciales internacionales⁵⁴ orientadas a buscar mayores y mejores opciones para la producción exportable en un marco jurídico más sólido para la atracción de la inversión directa y de incorporación paulatina a las cadenas globales de valor.

⁵⁴ En 1995 entra en vigencia el primer Tratado de Libre Comercio con México.

Gráfico 1.2. Déficit y componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Principales componentes que determinan la reducción en el déficit de la cuenta corriente

En el período 2000-2023 la caída en el resultado neto de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha respondido, principalmente, a los siguientes elementos:

- a) Incremento en el balance superavitario del intercambio de servicios.

Las ventas externas de servicios registraron una tasa de crecimiento promedio de 9,5% superior a la de 7,6% observada en las importaciones. Este comportamiento implicó que las exportaciones netas de servicios pasaran de representar 6,4% en el 2000 a 9,8% en el 2023 como proporción del PIB (Gráfico 1.3). Sobresale el incremento en el balance positivo de los otros servicios (excluidos viajes), lo cual es indicio de un cambio en la composición de las exportaciones totales del país, impulsado por el buen desempeño de exportaciones de servicios de informática, información y otros servicios empresariales.

Gráfico 1.3. Componentes de las exportaciones de servicios netas en términos del PIB
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

b) Reducción en el déficit del comercio de bienes.

El balance negativo del intercambio de bienes ha tendido a decrecer como consecuencia del desempeño de las exportaciones de los regímenes especiales y, en particular de las zonas francas (Gráfico 1.4), comportamiento que se ha reflejado en un persistente superávit durante las últimas décadas. En los últimos 24 años el superávit promedio de la balanza de bienes de esos arreglos especiales de comercio exterior se ubicó en 8,5% del PIB.

La reducción del déficit de bienes es más notoria y sostenida en el lapso 2012-2023, cuando las exportaciones de bienes de los regímenes especiales crecieron a una tasa promedio de 11,5%, impulsadas, principalmente, por el buen desempeño de las ventas externas de empresas dedicadas a la producción de implementos médicos (válvulas cardiovasculares y catéteres) y de la industria electrónica de alta tecnología.

Adicionalmente, sobresale en este período el comportamiento de la brecha negativa de bienes del régimen definitivo, el cual se reduce a un promedio con respecto al PIB de 12,4% en comparación con el 21,4% del PIB registrado en el lapso 2000-2011.

Gráfico 1.4. Balance neto de la balanza de bienes por regímenes de comercio exterior
Porcentaje del PIB



Fuente: Dirección General de Aduanas y Banco Central de Costa Rica.

Consideraciones finales

Desde inicios de la década de los ochenta del siglo previo, la tendencia en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos es decreciente, proceso que se ha intensificado en la última década como consecuencia de la consolidación de la mayor apertura comercial y financiera y, la incorporación del país en las cadenas globales de valor.

Los ingresos de ahorro externo bajo la modalidad de inversión directa han fortalecido el parque empresarial orientado a la atención de la demanda externa, en particular, en el grupo de empresas que operan en los arreglos especiales de comercio, lo cual no solo ha contribuido con el dinamismo en las exportaciones de servicios sino, también en bienes con alto

componente de conocimiento; comportamiento que ha conllevado una reducción de largo plazo en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En particular, en el nuevo escenario global, la estrategia de política comercial del país ha facilitado actividades de fabricación de bienes y oferta de servicios no tradicionales intensivos en conocimiento, incluidos el diseño, la investigación y el desarrollo, particularmente en los regímenes especiales de comercio exterior.

En la exportación de bienes destacan los productos manufacturados como los instrumentos y suministros médicos y dentales, así como los componentes electrónicos. Por su parte, en los servicios, sobresalen el dinamismo de las ventas externas de servicios profesionales, informática e información, que engloba actividades tales como consultorías en gestión financiera, recursos humanos, desarrollo de software y soporte técnico.

Capítulo 2. Acciones de política del BCCR

En las tres reuniones de política monetaria del primer cuatrimestre del 2024, la Junta Directiva del BCCR redujo el nivel de la TPM; los ajustes acumularon 125 p.b., para ubicarla en 4,75%. Estas decisiones se sustentaron en el análisis del comportamiento reciente de la inflación y de la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la valoración de los riesgos que condicionarían la proyección de inflación.

Si bien en lo transcurrido del 2024 se han mantenido la condición holgada de la liquidez que caracterizó al año anterior, esos excesos han estado contenidos en instrumentos de captación del BCCR.

Esa liquidez se ha originado, en buena medida, en el efecto monetario expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR, la cual se ha dado en un contexto de un mercado de cambios superavitario. Este resultado ha sido congruente con la evolución de la actividad económica del país, el notable desempeño de las exportaciones de bienes del régimen de zonas francas y el repunte en el turismo receptivo.

2.1. Tasa de política monetaria

En las reuniones de política monetaria de enero, marzo y abril del 2024, la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM por un acumulado de 125 p.b., hasta ubicarla en 4,75%.

El Banco Central ejecuta su política monetaria sobre la base de un esquema de meta de inflación, en el que utiliza la TPM como el principal instrumento para controlar la inflación. Con cambios en el nivel de la TPM, establece su postura de política y procura influir en el comportamiento de las expectativas de inflación, al mismo tiempo que busca controlar las presiones de demanda agregada.

Las reducciones de la TPM aplicadas en lo transcurrido del presente año forman parte de un proceso de ajuste a la baja en dicho indicador iniciado el 15 de marzo del 2023, que implicó una disminución acumulada entre esa fecha y finales de abril del 2024 de 425 p.b.⁵⁵.

Como es usual, estas reducciones se sustentaron en un análisis del comportamiento de la inflación, de la evolución prevista para esta variable y sus determinantes, así como en la valoración de los riesgos identificados en cada momento.

En las reuniones efectuadas en el 2024, la Junta Directiva reconoció que, con base en la información disponible a la fecha respectiva, existía espacio para reducir la TPM, toda vez que los datos evidenciaban una persistencia mayor a la prevista del proceso desinflacionario y las proyecciones indicaban que esa condición se mantendría incluso durante el primer trimestre del 2024⁵⁶.

Sin embargo, dada la existencia de riesgos externos e internos cuya materialización podría desviar el resultado de inflación de la senda antes proyectada, señaló que los cambios en la TPM han de ser graduales y prudentes, para reaccionar oportunamente y en la dirección que corresponda, si las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos así lo requieren. Además, indicó que continuará la senda hacia la neutralidad de la política monetaria, siempre y cuando las circunstancias lo permitan.

A partir del pasado mes de marzo, el Banco Central realiza una conferencia de prensa luego de cada decisión de política monetaria, con el objetivo de comunicar su decisión y las razones que le dieron sustento.

Además, ante los profundos cambios económicos ocurridos durante la pandemia, algunos con efectos de largo plazo, el BCCR decidió estimar la tasa de interés real neutral bajo esta nueva realidad. El Recuadro 2 del presente informe se dedica a dicha estimación.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

El sistema financiero continuó con excedentes de liquidez, que el BCCR esterilizó por medio de instrumentos de captación.

Estos excedentes han aumentado gradualmente desde el 2023 (Gráfico 24.A) como resultado, principalmente, de la compra de divisas efectuada por el BCCR (USD 3.673 millones en el

⁵⁵ Distribuidos de la siguiente manera: 50 p.b. en marzo del 2023, 100 p.b. en abril, 50 p.b. en las reuniones de junio y julio, 25 p.b. en las de octubre y diciembre del 2023 y enero del 2024, y 50 p.b. en las reuniones de marzo y abril del año en curso.

⁵⁶ En las reuniones de marzo y abril, la Junta indicó que el análisis de la información disponible, observada y prospectiva señaló que había un sesgo a la baja en la inflación, en contraste con la información considerada en las reuniones de política monetaria anteriores.

2023 y USD 2.260,5 millones en lo transcurrido del presente año⁵⁷), tanto para atender requerimientos del SPNB como para fortalecer el blindaje financiero del país.

La expansión monetaria resultante de estas operaciones⁵⁸ ha sido gestionada mediante la colocación de deuda bonificada, cuyo saldo aumentó en ₡620.128 millones con respecto al término del 2023⁵⁹ y con operaciones de muy corto plazo en el MIL.

En la sesión 6121 (artículo 8) del 25 de mayo del 2023, la Junta Directiva acordó que las entidades sujetas a reserva de liquidez deben colocar los recursos correspondientes en depósitos en el MIL a 28 o más días. La medida rige a partir de enero del 2024, por lo que en lo que transcurre del año (al 29 de abril), el saldo en estos instrumentos ha aumentado en ₡101.708 millones (91,7% corresponde a cooperativas y el resto a asociaciones). No obstante, algunas entidades iniciaron el traslado desde octubre del 2023, dado que en ese mes hubo un vencimiento de BEM por ₡269.609 millones y buena parte de esos valores pertenecía a cooperativas.

En esa misma sesión se acordó que las cooperativas supervisadas deben cumplir con el requisito de encaje mínimo legal (previamente habían estado eximidas) con incrementos graduales a partir de abril del 2024. Dado que el cálculo de este requerimiento se efectúa con dos quincenas de rezago, los incrementos en sus cuentas de reserva se esperan a partir de mayo próximo.

Las tasas de interés de las operaciones en el MIL en colones a un día plazo continúan con brechas bajas en relación con la TPM, de 3 p.b. en el indicador que incluye las operaciones en que el BCCR es contraparte y de 10 p.b. en el que excluye esas operaciones (Gráfico 24.B)⁶⁰.

⁵⁷ Esos montos corresponden a la compra de divisas con efecto monetario expansivo. El BCCR también adquirió divisas para atender los requerimientos contemporáneos del SPNB (USD 3.089 millones en el 2023 y USD 853 millones al 29 de abril del 2024).

⁵⁸ En el 2024 (hasta el 29 de abril), la participación del BCCR en el mercado cambiario ha generado un efecto monetario de alrededor de ₡543 mil millones, a lo cual se añade el pago de intereses (alrededor de ₡67 mil millones correspondientes a deuda bonificada, MIL y DEP).

⁵⁹ En julio del 2023 el BCCR introdujo los BEM a 3 y 6 meses, para mejorar la transmisión de la TPM y facilitar referencias al mercado para la valoración de instrumentos financieros. En el primer cuatrimestre del 2024, del total de valores colocados (₡928.350,6 millones en valor facial), 31,5% corresponde a BEM de corto plazo.

⁶⁰ En febrero y marzo hubo un ligero incremento de la brecha (las tasas se ubicaron por debajo de la TPM), que fue propiciado por negociaciones realizadas por la banca privada y fondos administrados por terceros (de inversión y de pensión).

Gráfico 24. Indicadores del MIL en colones
Variación interanual, en porcentajes



2.3. Participación del BCCR en el mercado cambiario

El mercado cambiario mantiene su comportamiento superavitario.

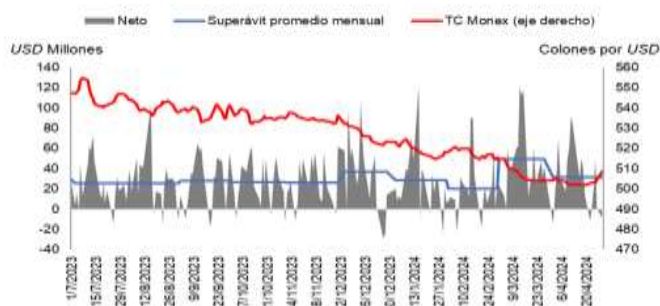
Al 29 de abril del presente año (82 días hábiles), el superávit de las operaciones cambiarias del público en las ventanillas de los intermediarios cambiarios fue de *USD* 2.618 millones (*USD* 2.652 millones en igual número de días hábiles del 2023).

En este periodo, el excedente promedio diario ascendió a *USD* 32 millones, resultado de una cantidad ofrecida diaria superior a la demandada (*USD* 138,6 millones y *USD* 106,7 millones, respectivamente).

El mayor exceso de divisas se registró en marzo (Gráfico 25), mes en el cual el superávit promedio diario fue de *USD* 49,2 millones (*USD* 20,3 millones en febrero y *USD* 31,7 millones en abril).

En este contexto de mayor disponibilidad de dólares, el tipo de cambio promedio ponderado de Monex fue ₡508,47 el 29 de abril, menor en 7,1% al de igual fecha del 2023 y en 2,8% al del término del 2023.

Gráfico 25. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex y superávit cambiario
Millones de *USD* y colones



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Esta reducción en el tipo de cambio ocurrió simultáneamente con una activa participación del Banco Central en el mercado como demandante neto⁶¹. En total, esta entidad realizó compras netas por USD 2.260,5 millones, lo que representó el 86,3% del superávit de las ventanillas antes indicado y alrededor del 65% del monto total negociado en el mercado de monedas extranjeras (Monex) entre el 2 de enero y el 29 de abril de 2024 (USD 3.478 millones).

Estas compras, junto con USD 350,0 millones que el Ministerio de Hacienda le vendió al BCCR en el primer bimestre⁶², permitieron satisfacer los requerimientos contemporáneos netos de divisas del resto del SPNB (USD 1.202,5 millones), agregar USD 22,9 millones a los USD 160.0 millones que disponía a finales de 2023 para cubrir demandas futuras del SPNB e incrementar el blindaje financiero en USD 1.385,1 millones (desde mayo del 2023 acumula USD 3.284,2 millones por blindaje financiero).

Al 26 de abril del 2024, el saldo de reservas internacionales netas (RIN) ascendió a USD 13.526,0 millones, equivalente a 13,9% del PIB y a 145,0%. Este último valor se encuentra dentro del rango definido como adecuado por la Junta Directiva en marzo del 2023 [100%-150%], siguiendo la metodología sugerida por el FMI.

Cabe destacar que este saldo de RIN incorpora el efecto del pago realizado por el BCCR al FLAR en el primer trimestre del 2024 (por USD 982,6 millones).

2.4. Convenio con el FMI

A mediados de abril, concluyó la sexta y última revisión del programa de reformas económicas, en el marco del Servicio Ampliado del FMI (SAF), y la tercera y última revisión de las medidas de reforma, en el marco del Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad (SRS).

⁶¹ De acuerdo con los artículos 87 y 89 de la LOBCCR, el BCCR está facultado a participar en este mercado con tres propósitos: a) atender sus requerimientos, b) gestionar las divisas del SPNB y c) acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio (estabilización).

⁶² De enero 2023 a marzo 2024 la venta de dólares del Ministerio de Hacienda al BCCR fue de USD 560 millones, monto que representó menos del 10% de los recursos en moneda extranjera que recibió el Ministerio de Hacienda en ese lapso, recursos que en su mayoría ha destinado al servicio de su deuda en moneda extranjera (externa e interna), tal como se aprecia en el siguiente arreglo (millones USD):

Fuentes	5 172	Usos	5 172
Desembolsos externos ¹	4 216	Servicio deuda externa	2 391
Colocación TP dólares	956	Servicio deuda interna	1 827
		Venta neta USD a BCCR	560
		Depósitos en BCCR	393
		Otros	1

1/ Incluye la colocación de títulos en el mercado externo.

Ambos créditos fueron contratados por el Gobierno de la República con dicho organismo internacional, pero también conllevaron compromisos para el BCCR, los cuales fueron atendidos oportunamente⁶³.

Sujeto a la aprobación del Directorio Ejecutivo del FMI, la conclusión de estos programas de reforma multianual y multidimensional pondrán a disposición del Gobierno los últimos desembolsos de ambos créditos: DEG 206,23 millones (aproximadamente USD 270 millones) por el SAF y DEG 184,70 millones (aproximadamente USD 240 millones) por el SRS.

Particularmente en lo que compete al Banco Central, el informe del equipo técnico concluyó lo siguiente:

“El Banco Central ha demostrado un historial de éxito en la formulación de políticas prospectivas con base en los datos. El BCCR, que comenzó a relajar su política monetaria de forma adecuada en cuanto se redujeron las presiones inflacionarias, debería continuar con su prudente retorno a una política monetaria neutral en los próximos meses. Debe permitirse que el tipo de cambio se mueva con flexibilidad en respuesta a las condiciones del mercado y, con las reservas internacionales en niveles adecuados, la intervención del Banco Central en el mercado de divisas debería limitarse a responder a las condiciones desordenadas del mercado. Las autoridades siguen comprometidas con la institucionalización de la autonomía del BCCR, así como con la clarificación de su mandato y de sus procesos de toma de decisiones.”

Recuadro 2. Estimación de la tasa de interés real neutral para Costa Rica

La tasa de interés real neutral (TIRN) es una variable relevante para los bancos centrales, puesto que, como se discutirá más adelante, constituye, entre otras consideraciones, una guía para la toma de decisiones de política monetaria.

Al ser una variable no observable existe incertidumbre acerca de su valor, por lo anterior, los bancos centrales recurren a diversas formas para aproximarla, y las estimaciones son solo una referencia para las decisiones de política. Adicionalmente, la TIRN varía en el tiempo en función de otras variables macroeconómicas (crecimiento económico, productividad, política fiscal, movimientos de capitales, tasas de interés internacionales, entre otros).

La TIRN se define como la tasa de interés real de mediano plazo que es coherente con una economía en pleno empleo de los factores de la producción y una inflación que se aproxime a la meta. Esta tasa lleva implícita una noción de equilibrio, es decir, en la que todos los choques transitorios o cíclicos de una economía se han disipado y se ubica en su nivel potencial.

⁶³ Para más información, ver: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2024/04/12/pr-24112-costa-rica-6th-review-of-eff-arrangement-and-3rd-review-of-rsf-arrangement>

Adicionalmente, la TIRN permite definir y evaluar la postura de política monetaria adoptada por un banco central. Si la tasa de política monetaria (TPMR), expresada en términos reales, se ubica por encima (debajo) de la TIRN, se considera que la autoridad monetaria implementa una política contractiva (expansiva).

Así, cuando un banco central observa presiones inflacionarias al alza, debe aumentar la TPM para incrementar el costo de consumir e invertir, de manera que los hogares y las empresas reduzcan su demanda. La reducción de la demanda incentiva a las empresas a reducir o incrementar menos los precios, con lo que las presiones inflacionarias se reducen. En la medida que la inflación se acerque a la meta y la brecha de producto se cierre, la trayectoria de la TPMR debería retornar gradualmente al valor de la TIRN. Lo contrario sucedería si se presentan presiones desinflacionarias.

El método contemporáneo predominante en la literatura para enfrentar el desafío que significa estimar esta variable no observable es el propuesto por Laubach y Williams (2003, 2016), es un enfoque semi-estructural que utiliza la relación entre las tasas de interés, la producción y la inflación. Así, se puede inferir el nivel de la TIRN a partir del comportamiento observado de estas variables.

Una particularidad del enfoque metodológico propuesto por estos autores es que fue desarrollado para una economía cerrada, por lo que su aplicación directa en una economía pequeña y abierta como la costarricense podría no ser la mejor opción. Para mejorar la precisión con la que el método captura el comportamiento de nuestra economía, y reconocer la incertidumbre que introdujo el periodo de pandemia, se realiza un ajuste en dos aspectos:⁶⁴

- i. Se implementa la mejora propuesta por Holston, Laubach y Williams (2023), que incorpora el impacto de la pandemia por la COVID-19 en la economía. Para esto se utiliza el *COVID-19 Stringency Index* de la Universidad de Oxford para aproximar el choque de oferta generado por las restricciones a la movilidad. Además, se asigna un valor diferenciado a la volatilidad de la inflación y del producto para capturar el mayor nivel de incertidumbre existente durante ese periodo.
- ii. Incorpora aspectos específicos de la economía costarricense (pequeña y abierta). Con base en lo propuesto por Pedersen (2015), para explicar la brecha de producto local se incorporan la brecha del producto de Estados Unidos y la brecha del tipo de cambio real.⁶⁵ Además, para explicar la inflación interna se considera el comportamiento de la inflación internacional y la variación del tipo de cambio real.

⁶⁴ Previo a la pandemia, el BCCR documentó en Muñoz y Vargas (2019) una estimación de la TIRN. Uno de los métodos de estimación utilizados en ese momento fue el de Laubach-Williams (2016).

⁶⁵ Esta variable se obtiene a partir del tipo de cambio real de equilibrio estimado recientemente por el BCCR (véase, recuadro 4 del IPM de enero de 2024 y Alfaro-Ureña, Sánchez-Gómez y Sandoval (2024)).

Entre las variables internacionales que se incluyen en la estimación destaca la brecha del tipo de cambio real. Esta variable refleja el comportamiento de las relaciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo. Así, cambios en las exportaciones, las importaciones, la inversión extranjera, la tasa de interés internacional o movimientos de capitales, afectan la estimación de la tasa de interés real neutral por medio del efecto que estas variables tienen en el comportamiento de la brecha del tipo de cambio real.

La estimación se realizó con información trimestral para el periodo entre 2010 y el tercer trimestre de 2023, y provee los siguientes resultados para las ecuaciones principales del modelo:⁶⁶

$$\begin{aligned}\hat{y}_t &= 0,015\hat{y}_{t-1} + 0,142\hat{y}_{t-2} - 0,041(\hat{r}_t + \hat{r}_{t-1}) + 0,529\hat{y}_t^{EUA} + 0,025t\hat{cr}_{t-1}\hat{\pi}_t \\ &= 0,945\hat{\pi}_{t-1} + 0,055\hat{\pi}_{t-2,t-4} + 0,041\hat{y}_{t-1} - 0,038r_t + 0,030\pi_t^{int} + 0,025\Delta tcr_t,\end{aligned}$$

donde:

- $\hat{y}_t$: brecha del producto.
- $\hat{r}_t$: brecha de la tasa de interés real, es igual a la TPM real observada menos la TIRN.⁶⁷⁶⁸
- $\hat{y}_t^{EUA}$: brecha del producto de Estados Unidos.
- $t\hat{cr}$: brecha del tipo de cambio real.
- $\hat{\pi}_t$: desviación de la inflación, medida como la variación interanual del índice de media truncada, con respecto a la meta de inflación.
- $\hat{\pi}_{t-2,t-4}$: promedio de los rezagos del dos al cuatro de la desviación de la inflación.
- r_t : TPM real.
- π_t^{int} : inflación internacional.
- Δtcr_t : variación interanual del tipo de cambio real.

Todos los coeficientes en estas dos ecuaciones tienen los signos esperados.

La brecha del producto tiene un componente de persistencia y responde de manera directa a movimientos de la brecha del producto de Estados Unidos y de la brecha del tipo de cambio real; y de manera inversa a cambios en la brecha de la tasa de interés real (TIRN menos tasa real observada).

La desviación de inflación con respecto a la meta responde en parte a su valor inmediato anterior (componente inercial), así como a su variabilidad reciente y depende positivamente de la brecha del producto local, la inflación internacional y la variación del tipo de cambio real, mientras que se asocia negativamente con incrementos de la tasa de interés real.

La estimación de la TIRN entre el primer trimestre 2010 y el tercer trimestre del 2023 se presenta en el Gráfico 2.1.A. Se observa que su valor no es constante en el tiempo, ha oscilado entre 1,18% y 1,47%, con un nivel mínimo hacia finales de 2018. Sin embargo, es importante

⁶⁶ En la estimación de la primera ecuación se incluye una variable dicotómica que interactúa con todas las variables explicativas para caracterizar mejor la evolución de la brecha del periodo durante el periodo en el que el país se vio directamente afectado por la pandemia de la COVID-19. El valor asociado a esta variable dicotómica se omite en beneficio de la claridad.

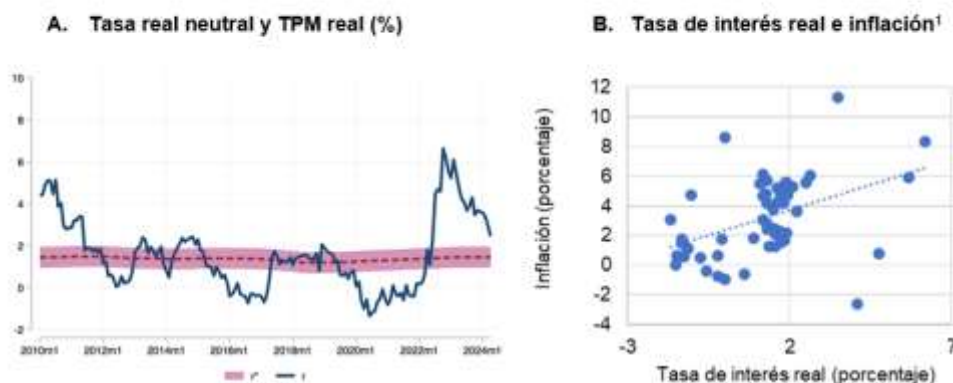
destacar que estos métodos empíricos usualmente identifican los valores puntuales con un alto grado de incertidumbre.

La tendencia decreciente en la estimación entre el 2010 y el 2018, donde la TIRN pasó de 1,43% a 1,17%, no es particular de la economía costarricense, es un hecho recurrente en múltiples estimaciones de la TIRN para economías desarrolladas y emergentes (véase, por ejemplo, Holston, Laubach y Williams (2023)).

En las economías desarrolladas, esta tendencia se ha asociado, entre otros factores, a la disminución en la tasa de crecimiento de la productividad de las empresas, a los cambios demográficos que fomentan un mayor ahorro individual para la vejez y a los movimientos de capitales financieros desde economías emergentes⁶⁷ (véase, por ejemplo, Obstfeld (2023)).

Para evaluar la posición de política adoptada por el Banco Central durante este periodo, en el Gráfico 2.1.B. se presenta la tasa de interés real y la inflación observadas. El gráfico permite inferir que existe una clara relación positiva entre la tasa de política monetaria y la inflación observada, por lo que se concluye que las decisiones del Banco Central han sido coherentes con el objetivo de mantener una inflación baja.

Gráfico 2.1. Tasa de interés real neutral y TPM real



¹ La tasa de política monetaria real se estima con las expectativas de inflación a 12 meses. La zona sombreada corresponde a una zona de incertidumbre de $\pm 0,5$ p.p. La inflación es medida a partir del Índice de media truncada.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La TIRN se ha mantenido en valores entre 1,35% y 1,45% en los últimos trimestres de 2024. Dado que los métodos empíricos contemporáneos suelen acompañarse de una alta incertidumbre, para el caso costarricense, se considera una zona de incertidumbre alrededor de la estimación de 0,5 p.p., inferida de la desviación estándar de los valores puntuales de la serie de tiempo estimada.

⁶⁷ Un análisis de los factores que explican esta tendencia decreciente en la TIRN para el caso de Costa Rica requiere de investigación adicional.

El uso de la TIRN debe considerar esta incertidumbre en su estimación cuando se le utiliza como parámetro de referencia, ya que no existe una regla automática o mecánica para definir la tasa de política monetaria a partir de la TIRN. Además, es necesario considerar que este parámetro es un complemento para la toma de decisiones y no es un criterio único para la formulación de la política monetaria.

Finalmente, la estimación muestra que las decisiones de política monetaria del BCCR buscan ser coherentes con su objetivo de mantener una inflación baja y estable. En los últimos periodos, el BCCR ha realizado ajustes en sus decisiones de política para moverse gradual pero sostenidamente hacia una posición neutral.

Referencias

Alfaro-Ureña, A., Sánchez M., y Sandoval, C. (2024). Una aproximación del tipo de cambio real para Costa Rica, enfoque BEER 2007-2022. Nota técnica NT-02-2024. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Holston, K., Laubach, T., y Williams, J. C. (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19. FRB of New York Staff Report, (1063).

Laubach, T. y Williams, J. C. (2003). Measuring the natural rate of interest. Review of Economics and Statistics, 85 (4), 1063–1070.

Laubach, T. y Williams, J. C. (2016). Measuring the natural rate of interest redux. Business Economics, 51, 57–67.

Muñoz, E. y Vargas, A. (2019). Política monetaria en Costa Rica: una evaluación a partir de la tasa de interés real neutral. Documentos de trabajo DT-04-2019. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Obstfeld, M. (2023). Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future.

Pedersen, J. (2015). The Danish natural real rate of interest and secular stagnation. Technical report, Danmarks Nationalbank Working Papers.

Segura-Rodriguez, C. (2024). La tasa de interés real neutral en una economía abierta y pequeña: el caso de Costa Rica. Nota técnica NT-03-2024. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política

A continuación, se presentan las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2024-2025 y los riesgos que condicionan su realización.

Los organismos internacionales estiman que en el bienio 2024-2025, la economía mundial tendría un crecimiento moderado, inferior a su nivel promedio histórico. Ello se daría en un contexto de inflación a la baja, influida por los efectos de políticas monetarias restrictivas y la disipación de choques de los precios del petróleo y la energía. No obstante, este comportamiento podría variar si se intensifican las tensiones geopolíticas.

La proyección de crecimiento para la economía nacional se revisa a la baja, tanto para el 2024 como el 2025. Por su parte, la inflación general y la subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta en el primer trimestre del 2025, aunque registraría valores positivos desde el tercer trimestre del año en curso.

El déficit de la cuenta corriente se ubicaría en el bienio 2024-2025, en promedio, en 1,8% del PIB, lo que significa un incremento en relación con el valor registrado en el año pasado (1,0%). Esto debido, principalmente, al aumento esperado en las brechas negativas de las cuentas de bienes y de ingreso primario.

Las proyecciones presentadas en este informe están sujetas a riesgos que, de materializarse, desviarían la inflación de la trayectoria central. En esta ocasión, los riesgos están sesgados a la baja en el corto plazo y se equilibran a mediano plazo.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

La estimación de crecimiento económico mundial para el 2024 se mantiene prácticamente inalterada con respecto a lo previsto a inicios del presente año. Además, se estima que la inflación global continuaría la senda decreciente iniciada a mediados del 2022.

Los organismos internacionales estiman un crecimiento mundial en torno a 3,2% anual para el bienio 2024-2025 (Gráfico 26 y Cuadro 2). En sus proyecciones de abril del presente año, el FMI revisó al alza, en una décima de punto porcentual las perspectivas económicas para el 2024 y mantuvo las del 2025 con respecto a las de enero pasado. Por su parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), en sus proyecciones de febrero del 2024, prevé un crecimiento mundial moderado, pero mayor al publicado en noviembre del 2023.

Para Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, las proyecciones de crecimiento del 2024 mejoraron en relación con lo contemplado a inicios de año. Ambos organismos destacaron el relativamente alto crecimiento de la economía estadounidense durante el 2023 (2,5%), en particular, en el último trimestre, y señalaron que sería uno de los principales impulsos del crecimiento mundial⁶⁸.

⁶⁸ No obstante, como se indicó en el capítulo 1 de este informe, en el primer trimestre del 2024 la economía estadounidense se desaceleró, al pasar de un crecimiento anualizado de 3,4% en el trimestre previo a 1,6%. Esta última cifra resultó inferior a lo que esperaban los analistas económicos (2,5%).

El FMI también mejoró las proyecciones de crecimiento para el 2025, mientras que la OCDE no las varió, ambas con respecto a la estimación anterior.

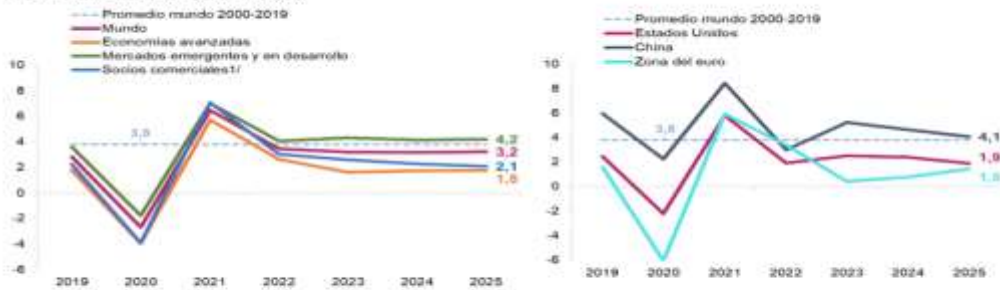
Los dos organismos recortaron su previsión de crecimiento para la zona del euro, para este y el próximo año. El FMI señaló que Alemania y Francia serán los grandes obstáculos para el crecimiento de la región. Sin embargo, esperan que un mayor consumo de los hogares, por los menores efectos del choque de los precios de la energía y la caída de la inflación en general, impulse la recuperación en el bienio.

Las proyecciones de crecimiento de China no mostraron cambios para el bienio. El débil gasto de los consumidores y la desaceleración del sector inmobiliario aún pesan sobre su economía, en especial su demanda interna. El crecimiento pasaría de 5,2% en el 2023 a 4,4%, en promedio, durante este bienio.

Para América Latina y el Caribe, el FMI ajustó al alza sus perspectivas de crecimiento al 2%, debido al impulso de la exploración petrolera en Guyana. Sin embargo, la región crecería menos que en el 2023 por el mal desempeño de Haití y Argentina.

Gráfico 26. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2024-2025

Variación anual en porcentajes



¹Crecimiento económico de una muestra de los 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales, ponderado por el valor de las exportaciones acumuladas a marzo del 2024. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de OCDE (febrero 2024), Sistema de la Reserva Federal (marzo 2024) y FMI (abril 2024).

Cuadro 2. Organismos internacionales: proyecciones de crecimiento económico 2024-2025¹

Variación interanual en porcentajes

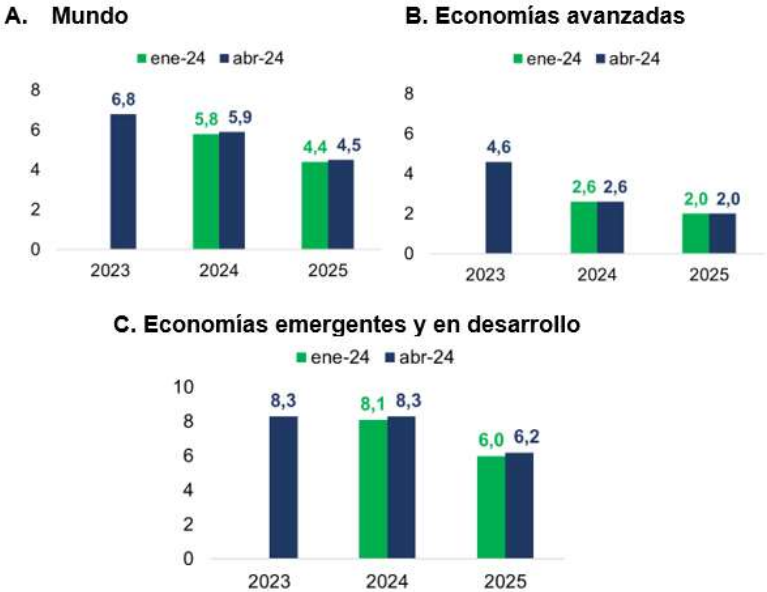
	OCDE			Fondo Monetario		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mundo	3,1	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2
Economías avanzadas	---	---	---	1,6	1,7	1,8
Estados Unidos	2,5	2,1	1,7	2,5	2,7	1,9
Zona del euro	0,5	0,6	1,3	0,4	0,8	1,5
Alemania	-0,1	0,3	1,1	-0,3	0,2	1,3
Francia	0,9	0,6	1,2	0,9	0,7	1,4
Japón	1,9	1,0	1,0	1,9	0,9	1,0
Reino Unido	0,3	0,7	1,2	0,1	0,5	1,5
Países emergentes y en vías de desarrollo	---	---	---	4,3	4,2	4,2
China	5,2	4,7	4,2	5,2	4,6	4,1
América Latina y el Caribe	---	---	---	2,3	2,0	2,5
Brasil	3,1	1,8	2,0	2,9	2,2	2,1

¹Los datos para el 2023 son estimados. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de OCDE (febrero 2024) y FMI (abril 2024).

En cuanto a la inflación, el FMI prevé que descienda en los próximos dos años, aunque sería 0,1 p.p. mayor a lo previsto en enero (Gráfico 27). Las perspectivas para las economías avanzadas⁶⁹ no cambiaron, pero las de las economías emergentes se revisaron al alza en 0,2 p.p., principalmente por el aumento previsto de la inflación en Irán y en otras economías de bajos ingresos.

Gráfico 27. FMI: proyecciones de inflación 2024-2025

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, enero y abril 2024.

Además, el FMI estima que la inflación de las economías avanzadas se ubicaría en torno a sus metas antes que en los países emergentes y la inflación subyacente seguirá en su proceso de desaceleración, aunque a un menor ritmo que la inflación general.

La OCDE también pronostica que la inflación será más elevada en las economías emergentes que en las avanzadas y se moderaría gradualmente durante el bienio. En algunos países, como Brasil, India, Indonesia, México y Sudáfrica, la inflación convergería a los objetivos de sus respectivos bancos centrales a finales del 2025.

En resumen, en un contexto sujeto a riesgos relacionados, especialmente, con los conflictos geopolíticos en Oriente Medio y Rusia-Ucrania, los organismos multilaterales estiman:

- i. Un crecimiento moderado de la economía mundial.

⁶⁹ En particular, se estima una disminución en la inflación de la zona del euro, Japón y Reino Unido, compensada por un aumento de la inflación en Estados Unidos.

- ii. Una reducción en la inflación, aunque a un ritmo más lento que en el 2023, con una trayectoria tal que el objetivo de inflación de los bancos centrales se alcanzaría en el 2025.
- iii. Los bancos centrales mantendrían una política monetaria restrictiva. Sin embargo, las tasas de interés mostrarían un comportamiento a la baja, principalmente en las economías emergentes.

Con base en lo anterior, este informe contempla los siguientes supuestos sobre el contexto internacional (Cuadro 3):

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2024-2025
Variación interanual en porcentajes

	IPM abril 2024			Diferencias con respecto a las proyecciones IPM enero 2024 (en p.p. y USD)	
	2023 ¹	2024	2025	2024	2025
Crecimiento mundial	3,2	3,2	3,2	0,1	0,0
Crecimiento Estados Unidos	2,5	2,4	1,9	0,3	0,8
Crecimiento socios comerciales, promedio	2,6	2,3	2,1	0,1	0,0
Inflación mundial (promedio)	6,8	5,9	4,5	0,1	0,1
Inflación economías avanzadas (promedio)	4,6	2,6	2,0	0,0	0,0
Inflación economías emergentes (promedio)	8,3	8,3	6,2	0,2	0,2
Inflación socios comerciales, promedio	3,4	2,6	2,3	-0,3	-0,2
Precio de hidrocarburos (USD) ²	100,3	105,0	94,5	7,4	5,7
Variación %	-15,7	4,7	-10,0	7,3	-1,1
Índice de precios de granos, variación %	-14,6	-15,7	2,2	-4,7	6,7
Términos de intercambio, variación %	4,2	0,2	0,6	-0,9	-0,3
SOFR (a diciembre) ³	5,3	4,8	4,3	1,1	1,0

¹Las cifras del 2023 son preliminares y las del 2024 y 2025 son proyectadas.

²En el caso del precio de hidrocarburos, las diferencias se presentan en USD.

³Corresponde al indicador a 6 meses plazo, calculado por la Bolsa Mercantil de Chicago (CME, por sus siglas en inglés) a partir de la tasa de interés SOFR (Secured Overnight Financing Rate).

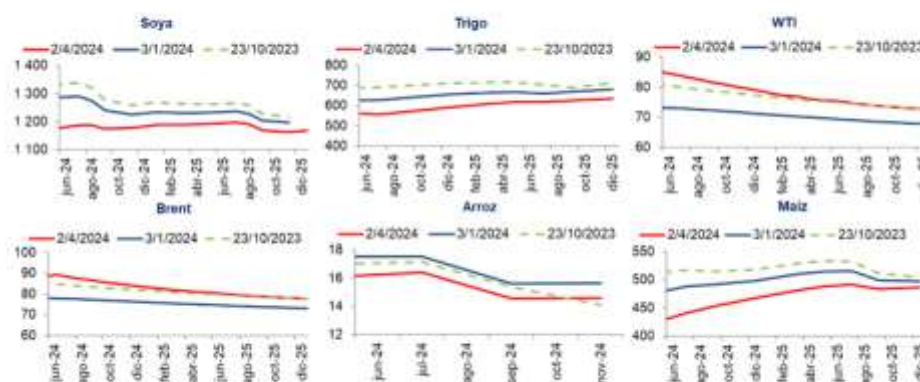
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como se observa en el cuadro anterior, los aspectos del entorno internacional más relevantes para la economía nacional para el bienio 2024-2025 son:

- a) **Crecimiento de socios comerciales.** En el 2024 sería ligeramente superior a lo previsto en enero, debido al mayor crecimiento de Estados Unidos. Sin embargo, se ubicaría por debajo del promedio del periodo 2000-2019 (3,8%), previo a la pandemia.
- b) **Inflación de socios comerciales.** Disminuiría, aunque a un ritmo más lento que en el 2023. Se estima alcanzar el objetivo de inflación de los bancos centrales en el 2025.
- c) **Términos de intercambio.** En comparación con las proyecciones del IPM de enero pasado, se espera una menor ganancia de términos de intercambio debido al mayor aumento previsto en el precio del petróleo, el cual sería compensado parcialmente por la disminución en los precios de granos básicos, en particular en el 2024 (Gráfico 28).

- d) **Tasas internaciones de interés.** Seguirían una trayectoria a la baja, pero se mantendrían en niveles más altos que los previstos en el informe de enero (Gráfico 29).

Gráfico 28. Supuestos de precios de granos básicos y combustibles
En USD



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

Gráfico 29. Supuestos de tasas de interés
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 19 de abril del 2024.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

Se revisa a la baja la proyección de crecimiento de la producción tanto para el 2024 como el 2025. En el primer año el cambio se debe, principalmente, al menor crecimiento de la demanda externa, aunado a la desaceleración de la demanda interna, mientras que, en el 2025 la desaceleración está asociada a este último aspecto.

Para el bienio 2024-2025 se proyecta un crecimiento de 3,8% en cada año, lo que significa una revisión a la baja de 0,2 y 0,1 p.p., en ese orden, en relación con la estimación presentada en enero último.

La proyección para el 2024 considera el menor crecimiento de la demanda externa por implementos médicos, productos agrícolas, servicios empresariales e informáticos, así como una menor expansión de la demanda interna, como consecuencia de la desaceleración en el ingreso disponible por la menor ganancia en los términos internacionales de intercambio.

En el 2025 el principal motor de crecimiento sería la demanda interna y en menor medida la demanda externa. Se estima que el PIB se ubicaría cerca de su nivel potencial en el horizonte de proyección, sin que implique presiones inflacionarias significativas por el lado de la demanda.

Por componentes del gasto (Cuadro 4 y Gráfico 30.A), destaca lo siguiente:

1. **Consumo.** Crecería en el bienio a un ritmo más moderado de lo previsto en el informe pasado, debido a la desaceleración prevista para la actividad económica y el ingreso disponible⁷⁰. Destaca en estas proyecciones el aporte al crecimiento del consumo de servicios, seguido de los bienes no duraderos, semiduraderos y, finalmente, los bienes duraderos.
2. **Consumo del Gobierno.** Si bien continúa en apego a la regla fiscal, estimaciones del Ministerio de Hacienda contemplan para el bienio un mayor gasto en compra de bienes y servicios para las entidades públicas dedicadas a la actividad de servicios de administración y de educación; en este último se estima también un mayor gasto en contratación, especialmente en el 2024.
3. **Formación bruta de capital fijo.** Aumentaría 6,8% anual durante el periodo, lo que significa una reducción de 0,2 p.p. con respecto a la estimación de enero. El ajuste responde a la revisión de la inversión en nuevas construcciones, especialmente las privadas⁷¹. La inversión pública en nuevas construcciones se revisó a la baja para el 2024, pero para el siguiente año se espera un crecimiento mayor al previsto en el informe pasado⁷².

⁷⁰ El ingreso nacional disponible real aumentaría 2,6% y 3,7% en el 2024 y el 2025, mientras que la ganancia por términos de intercambio sería de 0,3% y 0,7%, en igual orden. Esto significa una moderación en la ganancia por los términos internacionales de intercambio con respecto a lo estimado en enero (1,1% y 0,9% para el 2024 y el 2025, respectivamente). El resultado combina la ganancia en la relación de precios de servicios para ambos años, con el deterioro en la relación de precios de bienes en el 2024, especialmente por el incremento en el precio de los combustibles (4,7%) y la reducción en el precio de exportación del café.

⁷¹ Con información del resultado de la Encuesta trimestral de avance de proyectos de construcción con destino privado del primer trimestre del 2024, se redujo la proyección para la construcción de vivienda, lo que llevó a una revisión del crecimiento anual de 4,2% en enero a 3,0% en este informe. Para el 2025, el crecimiento estimado es de 3,6% lo que significó una disminución de -1,0 p.p.

⁷² La inversión pública en nuevas construcciones crecería 5,6% en el 2024 (6,8% en enero) por un avance más lento en la rehabilitación y ampliación de la Ruta nacional N° 32 y la reducción de 25% en el presupuesto de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y las limitaciones que desde el 2023 ha enfrentado para la ejecución de obras de atención de la salud. Para el 2025 el

4. Demanda externa. El crecimiento de la demanda externa de bienes supone una moderación adicional en el bienio con respecto a lo estimado en el IPM de enero, por el efecto base asociado al buen desempeño que en el 2023 tuvieron las exportaciones de empresas del régimen especial de comercio y las agrícolas (20,5% y 10,1%, en el orden indicado).

La proyección incluye la recuperación en la demanda externa por productos manufacturados del régimen definitivo en el 2025, ya incorporado en el informe pasado.

Para el 2024 se modera el crecimiento de las exportaciones de servicios, con respecto al informe anterior, debido a un menor crecimiento en el volumen de los servicios de transporte, de los servicios empresariales e informáticos y del turismo receptor. Para el 2025 se proyecta que los servicios empresariales e informáticos crezcan a un mayor ritmo y que el turismo receptor aumente a una tasa similar a lo incluido en el informe de enero.

4. Importaciones. Dado el desempeño previsto para la demanda interna (consumo e inversión), se espera que el volumen de las importaciones de bienes aumente 6,5% y 7,8% en el 2024 y 2025, respectivamente. La revisión a la baja en el 2024, con respecto a lo previsto en enero, se relaciona con una revisión a la baja en el volumen de compras de materias primas en ambos regímenes de comercio.

El crecimiento de las importaciones de servicios se estima en 6,7% y 3,8%, en igual orden, y estaría asociado al comportamiento del turismo emisor, los servicios de transporte de mercancías y los servicios profesionales y de apoyo empresarial.

Cuadro 4. PIB en volumen por componentes del gasto 2024-2025
Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones IPM enero 2024 en p.p.	
	2023	2024	2025	2024	2025
Producto interno bruto	5,1	3,8	3,8	-0,2	-0,1
Consumo de hogares	5,0	2,6	3,7	-0,5	-0,4
Consumo de gobierno	0,1	0,7	0,7	0,3	0,2
Formación bruta de capital fijo	8,6	6,8	6,8	-0,2	-0,2
Variación de existencias (% de PIB)	-0,9	0,0	0,2	0,0	-0,1
Exportaciones	10,0	5,4	6,2	-1,0	0,3
Bienes	12,4	6,8	7,2	-1,1	-0,4
Servicios	6,8	3,6	4,8	-0,9	1,4
Importaciones	5,2	6,5	6,8	-1,1	-0,4
Bienes	4,5	6,5	7,8	-1,5	0,0
Servicios	7,6	6,7	3,8	0,6	-1,3
Ingreso disponible bruto real	5,8	2,6	3,7	-0,7	-0,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

crecimiento es de 6,1% (2,1 p.p. más que en el informe previo), lo que supone la ampliación del plazo para concluir la Ruta 32 (hasta mayo del 2025) otorgado por el Consejo Nacional de Vialidad (Conavi) a la constructora China Harbour Engineering Company para la entrega de 107 km y el avance de las obras a cargo del Conavi (carreteras, caminos y puentes).

Por actividad económica, la revisión a la baja de la proyección para el 2024 responde, principalmente, a un crecimiento más bajo de la construcción, hoteles y restaurantes y las actividades de servicios empresariales (Cuadro 5 y Gráfico 30.B). Para el 2025, se revisa a la baja el crecimiento de las actividades de servicios empresariales.

En particular destaca lo siguiente:

1. **Construcción.** Crecería 3,3% en el 2024 (4,5% en el IPM de enero). El menor crecimiento se sustenta en el resultado de la Encuesta Trimestral de Avance de Proyectos de Construcción con destino privado del primer trimestre del 2024, que señala la reducción en la construcción de viviendas; las edificaciones no residenciales crecerían según lo estimado en enero pasado. Por su parte, la construcción con destino público también se desacelera, debido a los retrasos en la ejecución de las obras de rehabilitación y ampliación de la Ruta nacional N.º 32 y en obras para la atención de la salud.

Para el 2025, el crecimiento para la construcción total es de 4,0%: 3,6% en las obras con destino privado y 7,4% en aquellas con destino público.

2. **Hoteles y restaurantes.** Estas actividades crecerían 8,1% en el 2024, 1,3 p.p. por debajo del estimado en enero pasado. Esta revisión se asocia a la moderación tanto de la demanda interna, especialmente del servicio de restaurantes, como de la externa (servicios de hoteles y restaurantes).

La cantidad de turistas que ingresó en el primer trimestre del 2024 fue menor a lo estimado, por lo que se ajustó a la baja su crecimiento anual a 14,9% (desde 15,4% en el informe pasado)⁷³. Con este crecimiento se superaría levemente el flujo total de turistas registrado en el 2019 (previo a la pandemia).

Para el 2025, se supone que se consolida la recuperación de la actividad, con un ingreso de turistas de 8,4%.

3. **Servicios empresariales.** Su pronóstico para el 2024 se revisó a la baja, de 9,0% en enero a 8,4% en este informe. En ello influyó la moderación en los primeros meses del año en la producción de servicios de mercadeo, técnicos, y de investigación y desarrollo para el mercado externo de las empresas ubicadas en zona franca, así como los servicios de alquiler de autos y agencias de viaje (asociado a la evolución prevista del ingreso de turistas), aunado a la menor producción de servicios de publicidad, arquitectura e ingeniería.

Para el 2025, se estima una moderación, de 7,9% en enero a 7,3%, principalmente por los servicios profesionales destinados al mercado externo.

⁷³ En el I trimestre del 2024 la cantidad de turistas que ingresó por vía aérea alcanzó el nivel pre-pandémico.

4. **Manufactura.** Para el 2024 se revisó a la baja la proyección (de 3,7% a 3,5%), dado un desempeño menor al previsto en la producción en ambos regímenes de comercio. En las empresas del régimen definitivo la revisión está vinculada a la disminución de la producción destinada al mercado externo.

Para el 2025 se espera que la actividad crezca 4,1% congruente con la evolución de la demanda externa de empresas que suplen a los regímenes especiales, además de una relativa mejora en las empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.

5. **Comercio.** Para el bienio 2024-2025 se estima que la actividad comercial y de reparación de vehículos mantenga la moderación en el ritmo de crecimiento estimado en el informe pasado, acorde con la evolución prevista de la demanda interna, así como la evolución de los precios internos y externos.
6. **Transporte.** Crecería en el 2024 menos de lo estimado en el informe pasado (4,5% desde 4,6% en enero), en buena medida por la revisión a la baja en la entrada de turistas. Para el 2025 se mantiene la estimación de 4,6%, que además de contemplar el ingreso de turistas antes comentado, supone un crecimiento de las actividades de apoyo al transporte y los servicios de carga.
7. **Agropecuario.** Se revisó a la baja la estimación (1,7% desde 2,0% en el IPM de enero) debido a una moderación mayor a la prevista en el resultado de las actividades orientadas al mercado externo (piña, banano), que experimentaron un impulso en el 2023. A lo anterior se suma el impacto negativo del fenómeno El Niño (presente desde la segunda parte del año pasado) sobre la producción de café y hortalizas⁷⁴.

Para el 2025 se prevé un aumento de 2,4%, que supone un crecimiento moderado en la producción exportable de banano y piña, impulsado a su vez por la mejora en la demanda externa (Estados Unidos y Europa, principalmente). Sin embargo, prevalece el riesgo asociado a la afectación del ENOS en su fase La Niña⁷⁵, que podría afectar negativamente el rendimiento por hectárea en actividades con orientación al mercado local.

⁷⁴ El rendimiento en los cultivos de café y hortalizas ha sido afectado por el efecto climático de El Niño, sin que se manifieste por el momento en pérdidas de los cultivos. *La Nación. Edición 26 de enero 2024.*

⁷⁵ La influencia de El Niño sobre el país hasta abril 2024, seguido de una fase Neutra a partir de mayo, con posibilidad y gran incertidumbre, sobre el desarrollo de la Niña a finales del año 2024. *Pronóstico climático estacional marzo – mayo 2024, pág. 3. Instituto meteorológico nacional.*

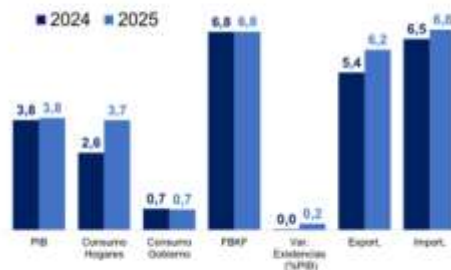
Cuadro 5. PIB en volumen por actividad económica 2024-2025
Variación anual

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones IPM enero 2024 en p.p.	
	2023	2024	2025	2024	2025
Producto interno bruto	5,1	3,8	3,8	-0,2	-0,1
Agricultura	3,5	1,7	2,4	-0,3	0,3
Manufactura	8,4	3,5	4,1	-0,2	0,2
Construc.	13,5	3,3	4,0	-1,2	-0,7
Dest. Privado	14,8	3,0	3,6	-1,2	-1,0
Dest. Público	1,1	6,0	7,4	-1,0	2,6
Comercio	3,5	2,6	2,9	0,0	0,0
Transp.	5,1	4,5	4,6	-0,1	0,0
Hot. y Rest.	8,3	8,1	6,0	-1,3	-0,9
Serv. empresariales	10,9	8,4	7,3	-0,6	-0,6
Resto ¹	2,3	2,6	2,8	0,0	0,1

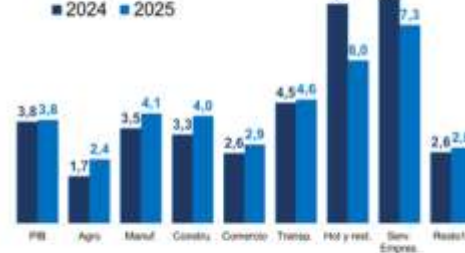
¹ Incluye minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 30. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica
Variación anual en porcentajes

A. Componentes del gasto



B. Actividad económica



¹ Incluye minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el bienio 2024-2025 el déficit de la cuenta corriente se ubicaría, en promedio, en 1,8% del PIB (1,0% en el 2023). Este incremento estaría relacionado, principalmente, con el aumento en las brechas negativas de las cuentas de bienes y de ingreso primario (Gráfico 31). Las estimaciones para el bienio son similares a las del IPM de enero.

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría una razón promedio con respecto al PIB de 5,5% en el bienio (5,2% en el 2023), lo que combina una variación interanual media de 9,4% en las compras externas y de 8,6% en las exportaciones. Las exportaciones mostrarían una desaceleración con respecto al 2023, congruente con la moderación en la actividad económica de los principales socios comerciales.

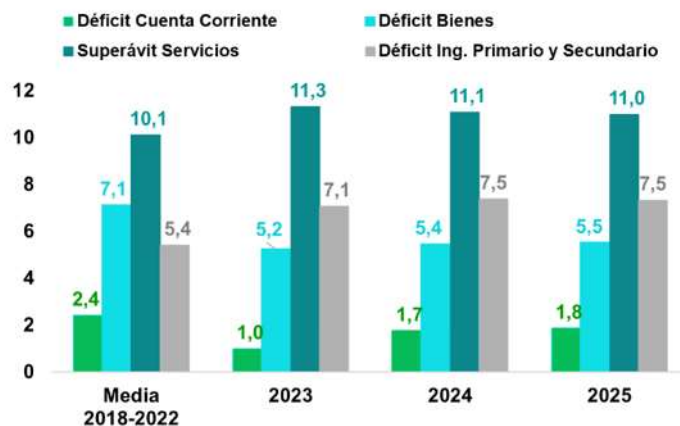
Las exportaciones de bienes estarían lideradas por las empresas adscritas a los regímenes especiales, con un crecimiento medio interanual de 11,9%, en contraste con las del régimen definitivo, que crecerían a una tasa media de 2,0%. No obstante, en este último régimen destaca la recuperación en las ventas de bienes manufacturados, que luego de caer 5,3% en el 2023 crecerían a una tasa media de 2,1%.

Por su parte, las importaciones de bienes repuntarían, sobre todo las del régimen definitivo (sin hidrocarburos) y destinadas a consumo y al acervo de capital físico. Para hidrocarburos se estima un valor medio anual de *USD* 2.399,4 millones, que combina la compra de 24,1 millones de barriles (media anual similar a lo registrado en el 2023) y un precio promedio para la mezcla del producto terminado de *USD* 99,7 (*USD* 100,3 en el 2023).

La cuenta de servicios continuaría superavitaria, con un promedio anual de *USD* 11.154,5 millones (11,0% del PIB). En este resultado destaca el crecimiento medio en el valor nominal de la cuenta de viajes, cercano al 18,3%; ese valor fue revisado al alza con respecto a lo incluido en enero, en el tanto la información disponible evidenció un mayor gasto promedio por turista. Por su parte, los servicios de apoyo empresarial, telecomunicaciones, información e informática crecerían en conjunto a una tasa media de 4,6% anual.

Gráfico 31. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2023, proyecciones para el 2024 y 2025.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la retribución a los factores de producción (cuenta de ingreso primario), se prevé un déficit de *USD* 7.999,7 millones (7,9% del PIB), asociado principalmente a: i) la mayor renta de la inversión directa, debido al aumento en la rentabilidad de estas empresas ante el crecimiento de sus exportaciones⁷⁶ y, ii) los mayores intereses de la deuda pública

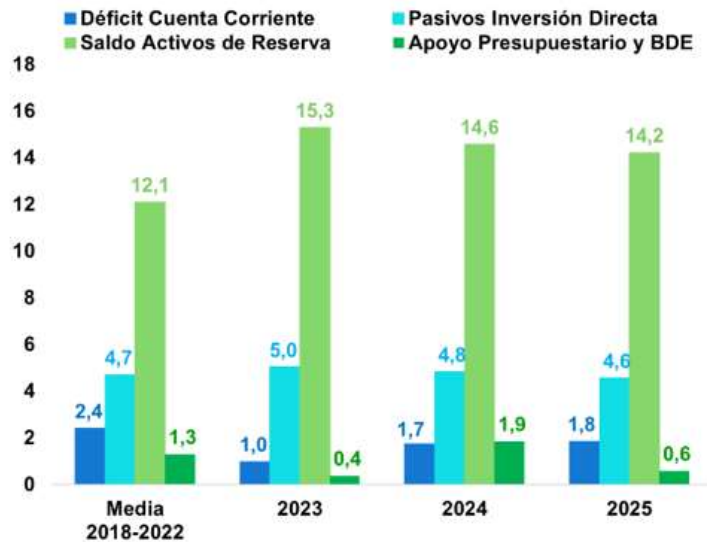
⁷⁶ Asociado principalmente al dinamismo de las ventas externas de las empresas adscritas al régimen especial de comercio que, a pesar de que se desacelerarían, continuarían con tasas de crecimiento superiores al 10%, en promedio.

externa⁷⁷, dado el nivel de financiamiento externo del país.

En el bienio 2024-2025 el país registraría un ingreso de ahorro externo neto promedio de 2,6% del PIB, monto inferior al observado en el 2023. Pese a ello, la razón de activos de reserva a PIB alcanzaría 14,4%, en promedio (Gráfico 32) y mantendría el nivel de reservas internacionales dentro del rango considerado como adecuado según la metodología adoptada por la Junta Directiva del BCCR en marzo de 2023.

En el periodo en comentario, el ingreso neto promedio de recursos de la cuenta financiera rondaría USD 2.639,2 millones, cifra inferior en 3,6 p.p. del PIB con respecto al 2023. Los menores influjos responderían a la reducción del financiamiento neto, tanto para el sector público como para el sector privado (excluida la inversión directa). En el primer caso, habría menores desembolsos y, para el sector privado (excluida la inversión directa) se supone el pago de pasivos externos.

Gráfico 32. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹
Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2023, proyecciones para el 2024 y 2025.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los flujos de inversión directa continuarían estables y alcanzarían, en promedio, 4,7% del PIB, similar al promedio del quinquenio que finalizó en el 2023. Estas estimaciones son coherentes con el desempeño previsto para las exportaciones de las empresas amparadas a los regímenes especiales, principalmente las dedicadas a la producción de dispositivos

⁷⁷ Corresponde a los intereses del sector público consolidado, que incluye: Gobierno Central, Banco Central, resto del sector público no bancario y bancos públicos.

médicos y de la industria electrónica de alta tecnología.

Los flujos de financiamiento externo previstos para el bienio permitirían atender el déficit en la cuenta corriente, acumular activos de reserva y mantener el indicador de seguimiento de reservas en promedio en 148%, valor que está dentro del rango adecuado para el país, según la metodología adoptada por la Junta Directiva del BCCR en marzo de 2023.

En el bienio 2024-2025 continuarán los esfuerzos del Gobierno Central para generar superávits primarios, necesarios en el proceso de sostenibilidad y consolidación fiscal de mediano plazo.

Según las estimaciones del Ministerio de Hacienda⁷⁸, los resultados primario y financiero como proporción del PIB se ubicarían en 1,9% y -3,1%, respectivamente, en el 2024, y 2,2% y -2,5% en el 2025, en igual orden (Gráfico 33.A).

Estos resultados parten del cumplimiento de las metas acordadas en el convenio con el FMI y las definidas en la Ley 10.332 (Autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional) y contemplan los siguientes supuestos:

1. Los ingresos tributarios crecen a una tasa media anual de 6,2%, lo que resulta en una carga tributaria equivalente a 13,8% del PIB (13,3% en el quinquenio 2019-2023)⁷⁹.
2. Se prevé que los gastos primarios aumenten en términos nominales; no obstante, la razón con respecto al PIB tendería a la baja y se ubicaría, en promedio, en 13,4% en el bienio (15,5% en el quinquenio 2019-2023). Este comportamiento es coherente con la aplicación de la regla fiscal sobre el gasto total, toda vez que la razón de la deuda como proporción del PIB ha superado el 60% en el último cuatrienio⁸⁰.

El pago de intereses se mantendría, en promedio, en 4,8% del PIB y alcanzaría su máximo en el 2024 (5,0% del PIB). Esta trayectoria refleja el efecto favorable que sobre el financiamiento tiene la generación de superávits primarios y de un costo financiero promedio que empieza a disminuir a partir del 2025⁸¹.

⁷⁸ Corresponde a las proyecciones preparadas por el Ministerio de Hacienda para el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2024-2029, publicadas el pasado 31 de marzo. Estas proyecciones incorporaron los supuestos y cifras macroeconómicas del IPM publicado por el BCCR en enero 2024.

⁷⁹ Si bien considera la evolución prevista para la actividad económica (particularmente de la demanda interna, que se relaciona directamente con los ingresos fiscales por los impuestos sobre la renta y el valor agregado), también incorpora la pérdida en recaudación por la aprobación de las leyes 10.390 (Modificaciones sobre la propiedad de vehículos automotores, embarcaciones y aeronaves) y 10.381 (Modificación a la Ley 7.092, Ley del Impuesto sobre la Renta).

⁸⁰ De acuerdo con el artículo 15 del Capítulo II del Título IV de la Ley 9635, la tasa de crecimiento al gasto total por aplicación de la Regla Fiscal será de 3,53% para el 2024, por cuanto la deuda a PIB del Gobierno Central se mantiene por encima del límite establecido.

⁸¹ Coherente con una estrategia que ha buscado sustituir deuda cara, entre otros con financiamiento externo, y el efecto que en el financiamiento tiene la mejora en la calificación crediticia ante la mejor percepción de riesgo que ha tenido el país en el último bienio.

Gráfico 33. Proyecciones fiscales
Porcentaje del PIB



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

De acuerdo con este comportamiento fiscal, el requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central mostraría una tendencia decreciente en términos del PIB y se estima en 8,2% y 8,1% para el 2024 y el 2025, respectivamente. La principal fuente de endeudamiento en este lapso sería interna⁸².

La deuda del Gobierno Central, como proporción del PIB, mostraría una caída de 0,2 p.p. y 1,7 p.p. en el 2024 y 2025, en ese orden, que ubica esta razón por debajo del 60% a partir del último año; ello se traduciría en una aplicación de la regla fiscal sobre el gasto corriente a partir del 2027.

La trayectoria decreciente de la razón de deuda a PIB (Gráfico 33.B) refleja el efecto acumulado de la generación de superávits primarios a partir del 2022 y de una menor carga de intereses (el máximo se alcanzaría en el 2024). Esto se manifiesta en una deuda que crece a menor velocidad que la producción nominal.

Se estima que la inflación general y la subyacente retornen al rango de tolerancia alrededor de la meta en el primer trimestre de 2025. La primera retornaría a valores positivos durante el tercer trimestre del año en curso.

En este informe, el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria comprende desde el segundo trimestre del 2024 hasta el primero del 2026 y las proyecciones incorporan la postura de política monetaria del Banco Central que busca que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

⁸² No obstante, el Ministerio de Hacienda prevé para ambos años la colocación de títulos en los mercados internacionales (USD 1.000 millones cada año, autorizadas mediante la Ley No.10.332), el ingreso de los desembolsos de créditos de apoyo presupuestario programados con distintos organismos multilaterales y bilaterales (alrededor de USD 411 y USD 611 millones, en el 2024 y 2025, respectivamente) y los flujos de recursos de los créditos con el FMI.

Con la mejor información disponible, los modelos de proyección del Banco Central señalan que en el segundo trimestre de 2024 la inflación general interanual se mantendrá en valores negativos y que alcanzaría valores coherentes con el rango de tolerancia alrededor de la meta a inicios del año 2025⁸³.

Para el corto plazo, la valoración de riesgos se encuentra inclinada a la baja, es decir, que existe una mayor probabilidad de que la inflación, general y subyacente, se ubiquen por debajo del valor central proyectado; no obstante, para el final del horizonte de pronóstico, los riesgos tienden a balancearse⁸⁴. La inflación interanual general del primer trimestre del 2024 (-1,4% en promedio) resultó más negativa de lo estimado en el Informe de Política Monetaria de enero pasado (-1,0%), lo cual denota una mayor persistencia del proceso desinflacionario, asociado principalmente con la disminución en el precio de los alimentos y combustibles en el mercado internacional, y la apreciación de la moneda local.

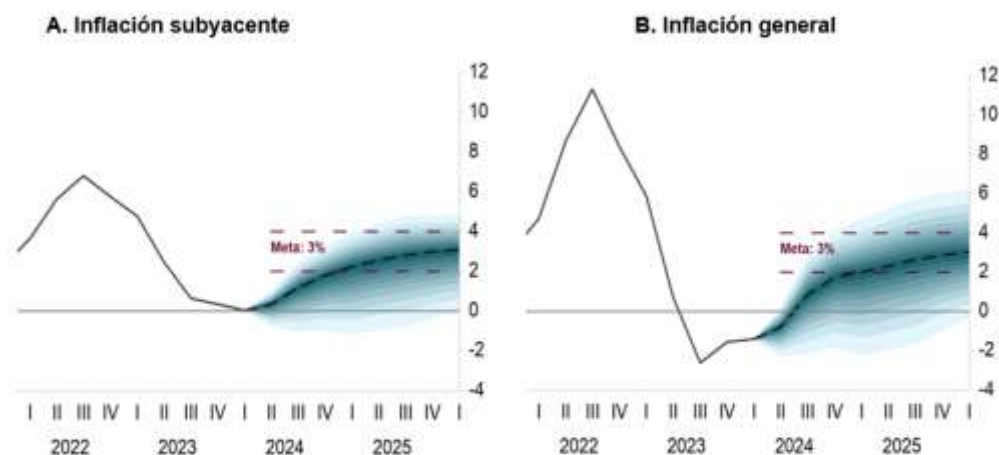
Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían a ubicarse en 2,7% como promedio para todo el horizonte de proyección, lo que disminuye la probabilidad de que se manifiesten efectos de segunda ronda sobre la inflación. Por su parte, la brecha de producto si bien permanecería en valores ligeramente positivos, no representan excesos de demanda que se manifiesten en presiones inflacionarias que lleven la inflación más allá de la meta.

Lo anterior propicia que, en términos interanuales, la inflación subyacente se ubique en promedio en torno a 2,1% en el horizonte de proyección, y pasaría de 0% como promedio observado en el primer trimestre de 2024 a 3,1% en el primer trimestre de 2026. Estas tasas son levemente inferiores a las estimadas en el informe de enero pasado (Gráfico 34.A). La inflación general se ubicaría en promedio, en 1,8% para los ocho trimestres proyectados, pasaría de -1,4% observado el primer trimestre de 2024 a 3,0% en el primero de 2026. (Gráfico 34.B).

⁸³ En el informe de enero del 2024 se estimó que la inflación general y la subyacente ingresarían al rango en el cuarto trimestre del 2024.

⁸⁴ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a abril del 2024 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 TPM, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

Gráfico 34. Proyección de inflación
Variación interanual en porcentajes ¹



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

El ahorro financiero y el crédito al sector privado registrarían un aumento congruente con el crecimiento real previsto para la actividad económica y la meta de inflación.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, la liquidez total crecería 6,8% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 6,4% en el 2024 y 6,1% en el 2025, ligeramente inferior al estimado en el informe de política monetaria de enero pasado, explicado por el menor crecimiento previsto en la actividad económica.

El aumento del crédito ocurriría tanto en moneda nacional como extranjera; no obstante, se supone que el crecimiento del crédito en dólares desacelera y con ello se contiene el proceso de dolarización relativa del crédito observado en el 2023.

El Cuadro 6 presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

Cuadro 6. Principales variables macroeconómicas

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de enero 2024 (en p.p.)	
	2023	2024	2025	2024	2025
PIB crecimiento real	5,1	3,8	3,8	-0,2	-0,1
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-1,0	-1,7	-1,8	0,3	-0,1
Saldo activos de reserva (% del PIB)	15,3	14,6	14,2	0,5	0,7
Indicador de seguimiento de reservas (IR)	135,0	147,0	149,0	6,0	10,0
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ¹	-3,3	-3,1	-2,5	0,0	-0,1
Resultado primario ¹	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1
Variación interanual del IPC ²	-1,8	1,7	2,6	-0,4	-0,3
Agregados monetarios y crédito (variación %) ³					
Liquidez total (M3)	7,2	6,8	6,8	-0,2	-0,1
Crédito al sector privado	6,5	6,4	6,1	-0,1	-0,1
Moneda nacional	4,4	6,2	7,0	-1,0	-0,6
Moneda extranjera	11,0	7,0	4,0	2,0	1,0

¹ Para el periodo 2024-2025 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.

² Para el lapso 2024-2025 corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año.

³ La 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 2024-2025 incorpora la mejor información disponible hasta abril del 2024. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados con la evolución del contexto externo y local que podrían alterar el escenario macroeconómico central incluido en este ejercicio. Estos riesgos, de materializarse, provocarían un desvío en la inflación hacia abajo (riesgos a la baja) o hacia arriba (riesgos al alza) con respecto al valor central de inflación proyectado en este informe.

Riesgos a la baja

1. Un menor crecimiento de la economía mundial al incorporado en las proyecciones de este ejercicio y, en especial, de nuestros principales socios comerciales, se manifestaría en una posible reducción de la demanda externa del país. Esto disminuiría el crecimiento económico local por debajo del proyectado, lo que reduciría las presiones inflacionarias.
2. En un contexto de inflación negativa, un traspaso de ajustes de la TPM a las tasas de interés del sistema financiero más lento de lo que muestra la evidencia histórica en Costa Rica, incidiría negativamente sobre la actividad económica y reduciría las presiones de la demanda interna sobre los precios locales.

Riesgos al alza

1. El escalamiento de alguno de los conflictos geopolíticos actuales (ataques entre Irán e Israel que han aumentado las tensiones en el Oriente Medio, la guerra entre Rusia y Ucrania, y las tensiones entre los países del G7 y China) aumentarían la

fragmentación del comercio global, crearía congestiones en las cadenas de suministro y tendería a incrementar los precios de las materias primas.

2. Una eventual recomposición no ordenada en el portafolio de instrumentos financieros producto de una diferencia persistente entre las tasas de interés por monedas podría generar, un incremento abrupto en las expectativas de variación cambiaria y, consecuentemente, en las expectativas de inflación de los agentes.
3. Un impacto por condiciones climáticas desfavorables dado que, aunque se espera que el fenómeno ENOS en su fase El Niño finalice en abril, no se descarta la posibilidad del desarrollo de la fase La Niña, con efectos a nivel nacional en la segunda mitad de la época lluviosa⁸⁵. Estas condiciones climáticas adversas afectarían negativamente las previsiones de crecimiento económico e inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola.

3.4. Acciones futuras de política monetaria y funcionamiento del mercado cambiario

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como condición necesaria, para la estabilidad macroeconómica y pilar del crecimiento económico. Por ello mantiene la meta de inflación en 3%, con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

El BCCR hará los ajustes requeridos en la TPM para que la inflación retorne a valores coherentes con esa meta. Lo anterior basado en la valoración del comportamiento reciente y la trayectoria de los pronósticos de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos (brecha del producto y expectativas de inflación), así como de los riesgos asociados a la proyección de inflación.

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

Adicionalmente, buscará mejorar la comunicación con el público, con el fin de facilitar un mejor entendimiento de la coyuntura macroeconómica y de los elementos que sustentaron las decisiones del BCCR en materia monetaria, cambiaria y de temas relativos a la estabilidad y eficiencia del sistema financiero. Con ello se busca contribuir a un proceso informado de construcción de expectativas económicas, que facilite la convergencia de la inflación a la meta definida por el BCCR.

En materia cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el BCCR participará en el mercado cambiario con el fin de atender los requerimientos propios y del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. En la medida

⁸⁵ Boletín ENOS de marzo del 2024, Elaborado por el Instituto Meteorológico Nacional y el Ministerio de Ambiente y Energía.

que las condiciones del mercado cambiario lo permitan, procurará fortalecer aún más el blindaje financiero del país.

Además, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de dicho mercado y con ello, contribuya al proceso ordenado de formación de precios.

Atentamente,

 Documento suscrito mediante firma digital.

Celia Alpízar Paniagua
Secretaria General interina