

INFORME DE
**POLÍTICA
MONETARIA**

JULIO 2023





Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 5 de la sesión 6132-2023 del 26 de julio del 2023.

Contenido

Abreviaturas.....	vii
El régimen de política monetaria del BCCR	2
Presentación	3
Resumen.....	5
Capítulo 1. Coyuntura económica internacional y nacional.....	11
1.1 Economía internacional	11
1.2 Economía local: actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas	20
1.3 Condiciones monetarias	37
1.4 Inflación.....	40
Capítulo 2. Acciones de política del BCCR	49
2.1 Tasa de política monetaria	49
2.2 Gestión de la liquidez de la economía.....	50
2.3. Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario	52
Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política	55
3.1 Proyecciones para la economía internacional.....	56
3.2 Proyecciones para la economía nacional.....	59
3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico	71
3.4. Acciones futuras de política monetaria	73

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales.....	12
Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas	14
Gráfico 3. Indicadores de actividad económica.....	15
Gráfico 4. Rendimiento del bono del Tesoro de EUA a 2 años plazo.....	17
Gráfico 5. Indicadores de mercados financieros internacionales	18
Gráfico 6. Participación del G7 y los BRICS en el PIB mundial	19
Gráfico 7. PIB en volumen trimestral	20
Gráfico 8. PIB en volumen por gasto y por actividad económica	21
Gráfico 9. PIB en volumen por régimen de comercio	23
Gráfico 10. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios.....	24
Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral.	25
Gráfico 12. Empleo según formalidad y trabajadores asegurados por rama de actividad.	26
Gráfico 13. Ingreso nominal y real en la ocupación principal.....	27
Gráfico 14. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses y razón de deuda	36
Gráfico 15. Gobierno Central: ajuste en las tasas de interés de los títulos deuda interna.....	37
Gráfico 16. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME).....	38
Gráfico 17. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera.....	39
Gráfico 18. Indicadores de inflación	41
Gráfico 19. Índice de precios de materias primas importadas.....	42
Gráfico 20. Precios del productor de la manufactura	43
Gráfico 21. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana) y mercado	44
Gráfico 22. Indicadores del MIL en colones	51
Gráfico 23. Indicadores del mercado cambiario	52
Gráfico 24. Tipo de cambio nominal en algunas economías	54
Gráfico 25. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024	57
Gráfico 26. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024	58
Gráfico 27. PIB por componentes del gasto y actividad económica.....	63

Gráfico 28. Déficit de la cuenta corriente según componentes.....	64
Gráfico 29. Componentes seleccionados de la balanza de pagos	66
Gráfico 30. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses.....	67
Gráfico 31. Gobierno Central: razón de la deuda con respecto al PIB.....	68
Gráfico 32. Proyección de inflación	70

Índice de cuadros

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica	34
Cuadro 2. Nivel y modificaciones de la TPM entre enero y julio del 2023	50
Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024	58
Cuadro 4. PIB por componentes del gasto 2023-2024	61
Cuadro 5. PIB por actividad económica, 2023-2024	63
Cuadro 6. Principales variables macroeconómicas	71

Índice de recuadros

Recuadro 1. Tendencias recientes de la ocupación, el desempleo y la participación en el mercado laboral costarricense.....	28
Recuadro 2. Variación de los precios por estrato de ingresos de los hogares.....	44

ABREVIATURAS

<i>BCCR</i>	<i>Banco Central de Costa Rica</i>
<i>COVID-19</i>	<i>Enfermedad causada por el virus SARS-CoV-2</i>
<i>IPC</i>	<i>Índice de precios al consumidor</i>
<i>MIL</i>	<i>Mercado integrado de liquidez</i>
<i>Monex</i>	<i>Mercado de monedas extranjeras</i>
<i>PIB</i>	<i>Producto interno bruto</i>
<i>RIN</i>	<i>Reservas internacionales netas</i>
<i>SFN</i>	<i>Sistema financiero nacional</i>
<i>SPNB</i>	<i>Sector público no bancario</i>
<i>TPM</i>	<i>Tasa de política monetaria</i>
<i>USD</i>	<i>Dólares de los Estados Unidos de América</i>

EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCCR

La política monetaria comprende el conjunto de acciones que toma un banco central para influir sobre la cantidad de dinero disponible en la economía (y sobre las tasas de interés), con el fin de 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 Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹; sin embargo, desde años antes conducía su política monetaria de acuerdo con lo que dicta ese esquema monetario.

Este 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.

Dentro de ese marco, la Junta Directiva del Banco Central definió la meta explícita de inflación en 3%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual, 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 toman tiempo para transmitirse a la economía 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 a inicios de cada año, que se hace de conocimiento público con antelación. 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.

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

PRESENTACIÓN

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a julio del 2023. Este documento hace explícita la visión del BCCR sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política aplicadas y la orientación de las que ejecutaría para cumplir con los objetivos establecidos en su Ley Orgánica.

En el segundo trimestre del presente año, el entorno macroeconómico externo se caracterizó, al igual que el anterior, por la desaceleración tanto de la inflación como de la actividad económica, aunque con un comportamiento diferenciado entre países.

Asimismo, los mercados financieros permanecieron relativamente estables y los bancos centrales de las principales economías mantuvieron una política monetaria restrictiva, aunque con ajustes más moderados en las tasas de interés de referencia.

Contrario a lo observado en el ámbito externo, en ese mismo periodo la aceleración de la actividad económica nacional se acentuó, impulsada principalmente por las industrias del régimen definitivo y, además, el crecimiento de los dos trimestres previos fue revisado al alza. De igual modo, el proceso de desinflación se intensificó, lo cual llevó a que tanto la inflación general como la subyacente se ubicaran por debajo del límite inferior del rango de tolerancia al término de junio.

Además, continuó el buen desempeño de las finanzas públicas, toda vez que el Gobierno generó un mayor superávit primario y un menor déficit financiero en comparación con el segundo trimestre del 2022. Asimismo, las transacciones con el resto del mundo fueron beneficiadas por condiciones que se reflejaron en un menor déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB.

En este contexto de desaceleración de la inflación y con base en la trayectoria prevista para esta variable según los modelos de pronóstico del BCCR, la Junta Directiva consideró que existía espacio para que la postura de la política monetaria fuera menos restrictiva. Así, en sus reuniones de política monetaria de abril, junio y julio ajustó a la baja la TPM lo cual, unido a la reducción aprobada en marzo, llevó a una disminución acumulada en dicho indicador de 250 puntos básicos (p.b.) en el presente año.

En línea con esa política monetaria menos restrictiva, en el segundo trimestre, al igual que en el previo, la liquidez del sistema financiero se mantuvo holgada debido, principalmente, al efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR. Dicha compra se dio en un contexto de mayor disponibilidad de divisas, determinada en gran parte por operaciones del sector real. Pese a ello, se estima que el comportamiento de los agregados monetarios en este lapso no habría incubado presiones que pudieran causar una mayor inflación a futuro, pues el BCCR ha logrado gestionar esos excesos con operaciones en el mercado de deuda y liquidez.

El desempeño de la economía nacional en lo que resta de este año y en el siguiente seguirá altamente condicionado por la evolución de la economía global. El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que tanto en el 2023 como en el 2024 la actividad económica mundial crecerá 3,0%, tasa menor que la del año previo, pero ligeramente

superior a la estimación efectuada por dicho organismo en abril pasado, en el caso del 2023. A su vez, en estos dos años la inflación seguirá una trayectoria a la baja, pero continuará en niveles elevados y por encima de la meta en la mayoría de los países.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial podrían reducir el impulso de la demanda externa de Costa Rica, mientras que la todavía elevada inflación global incidiría negativamente sobre el desempeño económico local debido al impacto de la inflación importada sobre los precios locales. Sin embargo, un aspecto positivo para el país es que los pronósticos recientes para el crecimiento de la actividad económica, específicamente de nuestros principales socios comerciales, son ahora ligeramente mejores en comparación con los estimados en abril de este año.

Dado lo anterior, en este informe se revisa al alza la proyección de crecimiento de la producción para el 2023 y el 2024. En el primer año el crecimiento del PIB sería impulsado tanto por la demanda externa como la interna, mientras que en el segundo incidiría principalmente esta última.

Adicionalmente, se estima que el choque desinflacionario tendrá mayor magnitud de lo previsto en el informe de abril pasado. Con la mejor información disponible, se proyecta que la inflación general ingresaría a ese rango hacia el tercer trimestre del 2024 y la subyacente lo haría en el primer trimestre de ese año.

Las estimaciones anteriores están sujetas a la eventual materialización de algunos riesgos. En el ámbito externo, persisten los riesgos asociados a la duración y magnitud de la postura restrictiva de la política monetaria y a los conflictos geopolíticos.

A lo interno, se ha acentuado, con respecto al informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño, en tanto que el relacionado con la resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia se ha disipado. Adicionalmente, no se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria y, por esa vía, incidan en las de inflación.

El Banco Central mantiene su compromiso con una inflación baja y estable para apoyar el crecimiento de la actividad económica y del empleo. Con este propósito ejecutará los ajustes requeridos en sus instrumentos de política monetaria para inducir la trayectoria de la inflación hacia su meta de mediano plazo. Asimismo, participará en el mercado cambiario para los fines establecidos en la legislación, en procura de contribuir a un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.

Además, mantendrá la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y la razonabilidad de las decisiones de política, con el fin de proveer información que apoye la adecuada formación de expectativas y así facilitar la convergencia de la inflación hacia su objetivo.

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica internacional y nacional

El proceso de desinflación de la economía global continuó en el segundo trimestre del presente año, aunque en muchos países su nivel continúa por encima de la meta establecida por las autoridades monetarias. Además, existen diferencias entre las principales economías en el ritmo de disminución de esta importante variable; así, mientras que en Estados Unidos en junio la desaceleración de la inflación general fue mayor de lo esperado, en la zona del euro el ajuste ha sido más lento y en China se ha mantenido en niveles considerablemente más bajos en comparación con ambos bloques. De igual modo, en Latinoamérica algunos países han tenido reducciones más aceleradas en este proceso.

Debido a ello, en la mayoría de los países todavía se mantienen los incrementos en las tasas de interés de referencia, aunque en varios el ritmo de aumentos se moderó o se encuentra en una pausa condicionada, mientras que unos pocos empezaron a reducirlas.

En este contexto, la actividad económica mundial se ha desacelerado y algunas economías, como la alemana, entraron en una recesión técnica. No obstante, los mercados financieros internacionales mantienen una relativa estabilidad, luego del episodio de tensión financiera (bancaria), la crisis de la deuda en Estados Unidos y la persistencia de los conflictos geopolíticos.

En Costa Rica, la reducción de la inflación, general y subyacente, se acentuó durante el segundo trimestre del año en curso, lo cual llevó a que ambos indicadores se ubicaran por debajo del límite inferior del rango de tolerancia al término de este periodo (-1,0% y 1,5 %, respectivamente). El promedio interanual de esos indicadores en dicho lapso fue de 0,8% y 2,5% en ese orden, valores menores a los previstos en el IPM de abril pasado.

La desaceleración de la inflación fue determinada tanto por factores externos como internos. Entre los primeros, destaca la disipación de los choques de oferta que impulsaron el incremento de la inflación en el 2022, lo cual se ha manifestado en un comportamiento a la baja en los precios de los alimentos, combustibles y servicios de transporte marítimo en el mercado internacional. Por su parte, en el ámbito interno, incidieron en dicho resultado el efecto de las medidas restrictivas de política monetaria, la apreciación del colón desde julio del año pasado y la presencia de un efecto base debido a que el choque inflacionario del 2022 se manifestó con mayor fuerza entre febrero y agosto de ese año.

La disminución de la inflación ha ido acompañada de una aceleración en la actividad económica superior a la estimada en el informe previo. En el segundo trimestre del actual año el PIB registró una variación interanual de 4,7%; además, el crecimiento del cuarto trimestre del 2022 y del primero del 2023 se revisó al alza en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) y 0,5 p.p., respectivamente, con respecto a las cifras publicadas en el IPM de abril.

Por componentes del gasto, el mayor crecimiento del PIB se relaciona con la demanda externa, el consumo de los hogares y la recuperación de la formación bruta de capital. Según las actividades económicas, dicho comportamiento se asocia con el significativo

aumento en la construcción, la industria manufacturera y los servicios empresariales. Según tipo de régimen, destaca la aceleración reciente en las industrias del régimen definitivo.

En línea con el mayor dinamismo de la producción, la tasa de desempleo disminuyó en términos interanuales, resultado que ocurrió simultáneamente con una menor participación en el mercado laboral y una caída en la ocupación. No obstante, destaca que la reducción en la ocupación total se debe exclusivamente a la disminución del empleo informal, pues el formal ha aumentado.

El mayor crecimiento del PIB también contribuyó al mejor desempeño de las finanzas públicas, por su efecto positivo sobre la recaudación tributaria. Este hecho, junto a la reducción del gasto primario ante la aplicación de la regla fiscal, llevaron a que en el primer semestre del 2023 el Gobierno Central generara un mayor superávit primario y un menor déficit financiero que en igual lapso del bienio previo. Además, la relación de la deuda gubernamental al PIB disminuyó 2,5 p.p. en comparación a diciembre pasado, hasta ubicarse en junio en 61,3% según datos preliminares.

Durante el primer semestre de 2023, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (0,2% del PIB) se redujo en 1,4 p.p. del PIB con respecto a la magnitud de ese desequilibrio en igual lapso del 2022. Esto debido a la mejora en los términos de intercambio, principalmente por la baja en los precios internacionales de las materias primas, el mayor dinamismo del turismo receptivo y el notable desempeño de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca. Asimismo, en este lapso, Costa Rica mantuvo el acceso al ahorro externo en niveles suficientes para financiar la brecha en la cuenta corriente y fortalecer el acervo de activos de reserva.

Por último, en el segundo trimestre los agregados monetarios mostraron un comportamiento que se estima no genera presiones inflacionarias futuras y el ahorro financiero evidenció una menor dolarización. Además, el crédito al sector privado en colones continúa con un crecimiento moderado mientras que el denominado en dólares ha aumentado significativamente desde el cuarto trimestre del 2022, lo que ha incrementado la participación de este último componente dentro de la cartera crediticia.

II. Acciones de política del BCCR

En los cuatro meses que concluyen en julio la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM en sus reuniones de política monetaria de abril, junio y julio, por un acumulado de 200 p.b., con lo cual dio continuidad al ajuste a la baja en dicho indicador iniciado en marzo pasado, cuando la redujo en 50 p.b. Con ello, la TPM se ubicó en 6,5% a partir del 27 de julio.

Como es usual, la decisión del directorio en cada una de estas ocasiones se fundamentó en el análisis del comportamiento reciente de la inflación, así como de la trayectoria de los pronósticos para dicha variable y la de sus determinantes macroeconómicos.

Con base en ese análisis la Junta Directiva consideró que existía espacio para que la política monetaria fuera menos restrictiva. No obstante, con excepción de la discusión realizada en julio, advirtió que, aunque la reducción observada en la inflación había sido más rápida de lo previsto en las reuniones de política monetaria previas, estimaba que el balance de riesgos para la proyección de inflación en el mediano plazo estaba inclinado al alza y su materialización podría elevar nuevamente la inflación a valores por encima

del límite superior del rango de tolerancia. En julio, si bien esos riesgos se inclinaron a la baja, el directorio consideró crítico mantener la prudencia en los ajustes de la TPM.

En el periodo en comentario, la liquidez del sistema financiero se mantuvo holgada debido, principalmente, al efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR. Dicha compra se dio en un contexto de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, aunque a partir de mayo se ha observado un menor superávit en relación con los meses previos.

Como se indicó en el informe de abril, el comportamiento del mercado cambiario responde a una mayor liquidación neta de divisas debido a operaciones del sector real de la economía, consecuente, entre otros, con la recuperación de la industria de turismo receptivo, la evolución de las exportaciones y la inversión directa.

En este contexto de alta disponibilidad de divisas, el Banco Central ha participado en el mercado cambiario como demandante neto. Al 25 de julio pasado había realizado compras netas por *USD* 4.238,0 millones que permitieron atender los requerimientos del SPNB y fortalecer su posición de reservas. Dado lo anterior, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) se ubicó en *USD* 11.306,2 millones, equivalente a 125,0% del valor mínimo adecuado según la metodología del FMI.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Los organismos financieros internacionales estiman que en el 2023 la economía mundial se desacelerará debido a la incertidumbre y los riesgos presentes. En particular, en la revisión efectuada en el presente mes de julio, el FMI prevé que la actividad económica crezca 3,0% tanto en este año como en el próximo. En comparación con las estimaciones de abril, esto representa un aumento de 0,2 p.p. para el presente año, mientras que para el 2024 no hubo cambio. No obstante, con respecto al 2022 implica una desaceleración en ambos años.

Según este organismo, los riesgos sobre el crecimiento económico mundial continúan sesgados a la baja y están asociados principalmente a una inflación persistente, políticas monetarias más restrictivas, tensiones geopolíticas, episodios de tensión financiera y posibles desastres naturales asociados al cambio climático.

El FMI espera, además, que la inflación global disminuya de 8,7% en el 2022, a 6,8% en el 2023 y 5,2% en el 2024, aunque continuaría por encima de los objetivos establecidos por los bancos centrales de las principales economías. Las políticas monetarias restrictivas y la disminución en los precios internacionales de las materias primas influirían en este comportamiento de la inflación.

En lo que respecta a la economía nacional, en este informe el BCCR revisa al alza sus proyecciones de crecimiento económico para el 2023 y el 2024, para ubicarlas en 4,2% y 3,8%, lo cual significa un aumento de 0,9 y 0,2 p.p., en ese orden, con respecto a la estimación presentada en abril pasado.

Para el 2023 se estima un mejor resultado tanto de la demanda externa como de la interna. La primera sería impulsada, principalmente, por la exportación de productos manufacturados y agrícolas, servicios empresariales y el turismo receptor, mientras que en la segunda incidirían el mayor dinamismo de la inversión y el consumo. Este último

incentivado por el impacto positivo de los términos de intercambio sobre el ingreso disponible.

En el 2024, el crecimiento estimado del PIB se sustentaría en la evolución de la demanda interna y, en menor medida, de la externa, pues las exportaciones se desacelerarían de forma coherente con la menor tasa de expansión prevista en la actividad económica de los principales socios comerciales.

Pese a la mejora del PIB, éste se mantendría por debajo de su nivel potencial, por lo que, desde el punto de vista de la demanda agregada, no se generarían presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación.

En cuanto a las operaciones con el sector externo las previsiones apuntan a un menor déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto al 2022 para ubicarlo, como proporción del PIB, en torno a 2,6% en el 2023 y a 2,2% en el 2024. Estos resultados estarían determinados por el buen desempeño de las exportaciones, en particular de los regímenes especiales, y por la reducción en la factura petrolera, coherente con la mejora prevista en los términos de intercambio. En ambos años el déficit sería financiado con flujos externos de mediano y largo plazo, y permitiría mantener el saldo de los activos de reserva por encima del nivel mínimo que se considera adecuado según la metodología del FMI.

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían en correspondencia con el crecimiento real de la actividad económica, la meta de inflación y el mayor grado de profundización financiera que ha experimentado el país.

El aumento del crédito sería impulsado en el 2023 por colocaciones tanto en moneda nacional como extranjera y, en el 2024, principalmente por el crédito otorgado en colones, toda vez que se supone que se revierte el proceso de dolarización relativa del crédito observado en los últimos meses.

Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, las finanzas públicas continuarían en la senda hacia la sostenibilidad, con resultados primarios positivos de 1,6% y 1,9% del PIB y déficit financieros de 3,5% y 3,0% del PIB en el 2023 y 2024, en el orden respectivo.

Por último, pero no menos importante, se estima que el choque desinflacionario tendrá mayor magnitud de lo previsto que en el informe de abril pasado, debido a lo cual el retorno de la inflación (general y subyacente) al rango de tolerancia alrededor de la meta, desde valores inferiores a ésta, sería más lento de lo previsto en dicho informe, con un balance de riesgos a la baja que se equilibra hacia el final del horizonte de pronóstico. El primero de estos indicadores ingresaría a ese rango hacia el tercer trimestre del 2024 y el segundo lo haría en el primero del mismo año.

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 tanto externos como internos. En el ámbito externo, persisten los riesgos asociados a la duración y magnitud de la postura restrictiva de la política monetaria y a los conflictos geopolíticos.

A lo interno, se ha acentuado, con respecto al informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño, en tanto que el relacionado con la resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia se ha disipado. Adicionalmente, no se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria y se transmitan a las expectativas de inflación y, de esta forma, incidan al alza en la inflación.

La Junta Directiva del BCCR reitera su compromiso con la estabilidad de precios como condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y, congruente con ello, mantiene la meta de inflación de mediano plazo en 3%.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación y de sus determinantes, por lo que con base en este análisis realizará los ajustes necesarios en su tasa de interés de referencia, en procura de que la inflación se ubique en valores cercanos a la meta en el horizonte de su programación macroeconómica. También con este propósito, gestionará la liquidez del sistema financiero para tratar de reducir los excesos monetarios y evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

En materia de política cambiaria, el Banco Central participará en el mercado cambiario para atender sus requerimientos y los del SPNB, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. 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, cambiaria y del sistema financiero, con el fin de contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas que facilite la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario.

CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL



CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

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, el proceso de desinflación continuó, pero la inflación aún es elevada y el componente subyacente ha mostrado mayor rigidez a la baja. Debido a ello, en la mayoría de los países todavía se mantienen los incrementos en las tasas de interés de referencia, aunque en algunos el ritmo de aumentos se moderó o se encuentra en una pausa condicionada mientras que unos pocos empezaron a reducirlas. En este contexto, la actividad económica mundial se ha desacelerado y algunas economías, como la alemana, entraron en una recesión técnica². No obstante, los mercados financieros internacionales mantienen una relativa estabilidad, luego del episodio de tensión financiera, la crisis de la deuda en Estados Unidos y la persistencia de los conflictos geopolíticos que se agravaron a partir de febrero del 2022.

En el ámbito local, destaca la aceleración de la actividad económica en el segundo trimestre y la reducción observada a mayo en la tasa de desempleo con respecto a igual mes del año previo, la cual ocurre en forma simultánea con la baja en la participación en el mercado laboral. Además, continuó el buen desempeño de las finanzas del Gobierno y de las operaciones con el sector externo, el crédito al sector privado sigue con un crecimiento moderado y se estima que el comportamiento de los agregados monetarios en lo transcurrido del actual año no generará presiones inflacionarias en el futuro. Por último, pero no menos importante, la inflación general alcanzó valores negativos al finalizar el segundo trimestre del año.

1.1 Economía internacional

La inflación global ha disminuido, pero en muchos países continúa por encima del objetivo de los bancos centrales.

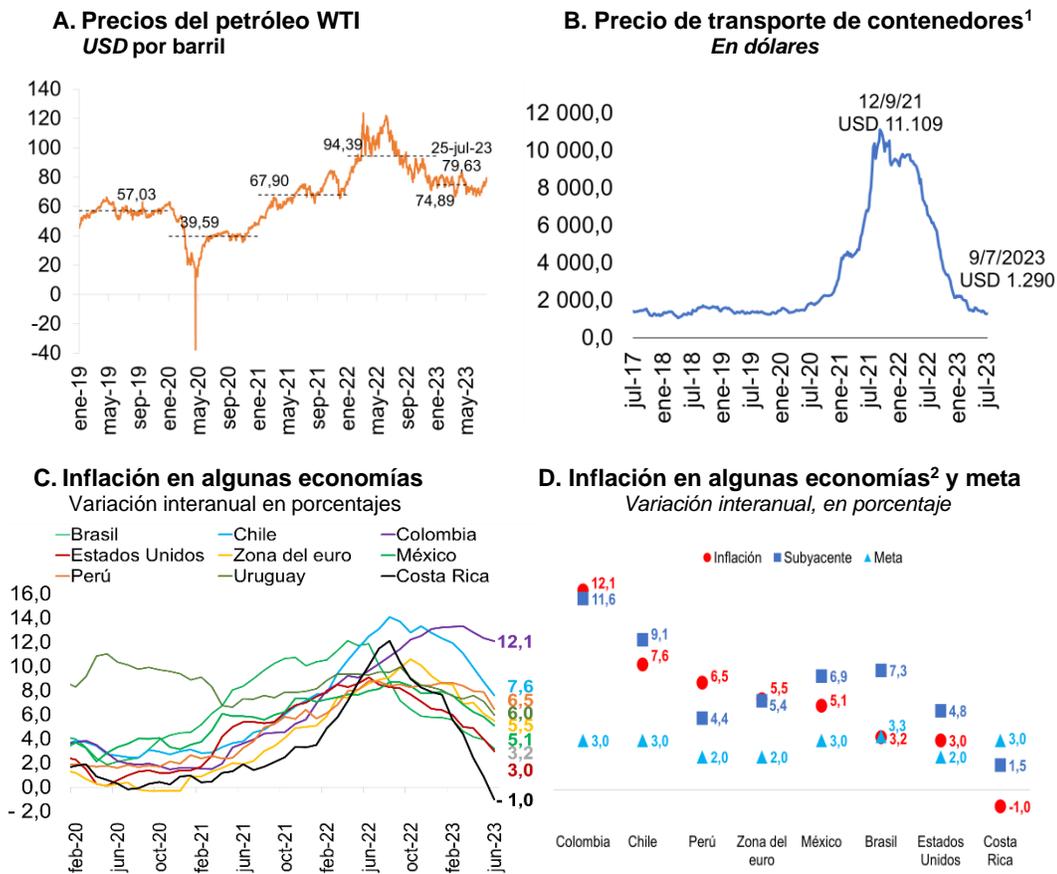
En el segundo trimestre del presente año la inflación, general y subyacente, continuó el proceso de desaceleración iniciado meses atrás, aunque el segundo indicador ha mostrado mayor persistencia. Esto debido al traspaso de los aumentos en el precio de energía a otros precios, el mayor dinamismo en los salarios, en un contexto de alta ocupación, y la depreciación de las monedas con respecto al dólar estadounidense en algunas economías.

² Al menos dos trimestres consecutivos de tasas negativas de variación del PIB.

La desaceleración de la inflación ha estado determinada, en buena medida, por los menores precios de las materias primas y la normalización en las cadenas globales de suministros. En particular, el precio del barril de petróleo WTI disminuyó en junio 1,6% con respecto a la cotización media de mayo, como reacción a la mayor volatilidad de los mercados financieros. No obstante, recientemente se ha recuperado (Gráfico 1.A) debido en gran parte al anuncio de Arabia Saudita, Argelia y Rusia de recortar aún más su producción de forma voluntaria, lo que contrarresta el efecto de perspectivas de desaceleración económica. Asimismo, el precio medio del transporte de contenedores también siguió a la baja; entre setiembre del 2021 (cuando alcanzó el valor máximo) y junio del 2023 registró una caída acumulada de 87% (Gráfico 1.B).

Adicionalmente, como se comenta más adelante, el tono más restrictivo de la política monetaria aplicada por los bancos centrales también ha contribuido al proceso desinflacionario.

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales



¹Precios diarios de envío de un contenedor de 40 pies en 12 rutas comerciales globales. <https://fbx.freightos.com/>

²Inflación de junio del 2023.

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

El ritmo de ajuste de la inflación ha sido distinto entre países y regiones (Gráfico 1.C) y, además, los resultados se mantienen por encima del objetivo de precios de los bancos centrales (Gráfico 1.D).

En Estados Unidos la inflación general y la subyacente se ubicaron en junio pasado en 3,0% y 4,8% respectivamente (6,5% y 5,7% en diciembre del 2022) y la desaceleración de la inflación general en este mes fue mayor de lo esperado³.

En la zona del euro el ajuste ha sido más lento; en junio los citados indicadores ascendieron a 5,5% y 5,4%, respectivamente (9,2% y 5,2% en diciembre del año pasado). A lo interno de esta zona también hay diferencias en el proceso de desinflación. A modo de referencia, en Alemania la inflación continúa más elevada que en Francia y en España⁴.

En las principales economías de Asia la inflación se ha mantenido en niveles más bajos que en Estados Unidos y la zona euro. Así, la inflación interanual en China fue de 0% (0,2% en mayo), situación que refleja una débil demanda interna y externa, en tanto que la variación interanual del IPC de Japón en mayo fue 3,2% (3,5% en abril), desaceleración influida por el menor incremento en los costos de los servicios de telefonía y hospedaje. De igual modo, en América Latina, la inflación interanual también se desaceleró⁵ a ritmos diferentes entre países.

La inflación en las economías avanzadas, pese a la desaceleración, aún supera los niveles objetivos de los bancos centrales, por lo cual éstos mantienen una política monetaria restrictiva (Gráfico 2.A) y no descartan nuevas alzas en la tasa de interés de referencia. Por su parte, los bancos centrales de la mayoría de las economías emergentes pausaron los incrementos y otros iniciaron el proceso de reducción de dicho indicador (Gráfico 2.B).

La decisión de los bancos centrales de las economías avanzadas de mantener el tono restrictivo de la política monetaria se sustenta, según lo indicado por algunas de esas entidades, en que, pese a la desaceleración antes comentada, la inflación aún supera el objetivo establecido por las autoridades monetarias. No obstante, algunos países han empezado a reducir el ritmo de aumento de las tasas de interés de referencia.

Este es el caso de Estados Unidos, donde el Sistema de la Reserva Federal decidió, en su reunión del 13 y 14 de junio, pausar los aumentos de su tasa de referencia y mantener el rango entre 5% y 5,25% para evaluar información adicional y el efecto de las medidas de política monetaria que se tomaron en las reuniones previas. Sin embargo, indicó que incrementos adicionales serán necesarios para contener el aumento de los precios del consumidor.

La reducción de la inflación en Estados Unidos en junio generó expectativas de que el Sistema de la Reserva Federal podría realizar solo un incremento adicional de las tasas de interés este año y no dos, como se estimaba inicialmente, e incluso de que podría reducirlas el próximo año. Otro hecho que apoyaba la menor intensidad en el tono restrictivo de la política monetaria es que recientemente el Banco de la Reserva Federal de Nueva York estimó que la inflación subyacente⁶ puede haberse ralentizado más de lo

³ Esa mayor desaceleración fue impulsada principalmente por el descenso de los precios de la energía.

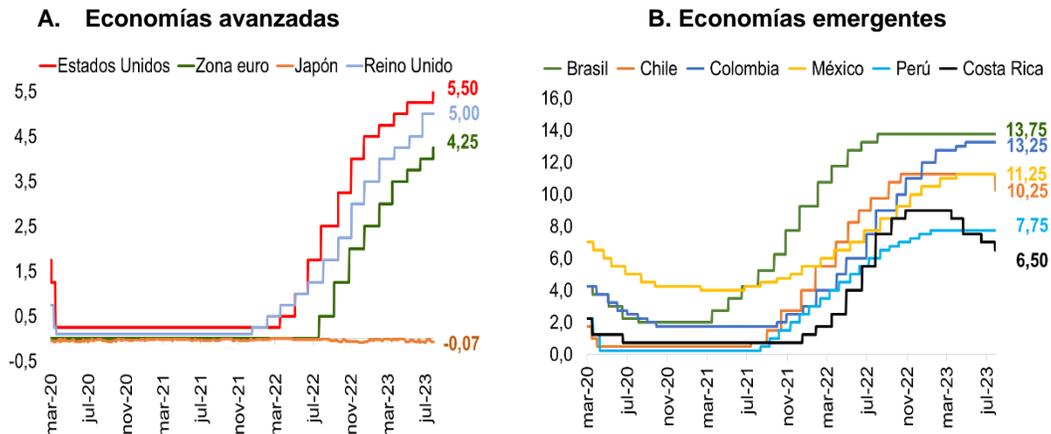
⁴ En junio la inflación armonizada en Alemania fue de 6,8%; en Francia de 5,3% y en España de 1,6%.

⁵ En Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay la inflación general se ubicó en junio en 3,2%, 7,6%, 12,1%, 5,1%, 6,5% y 6,0% en ese orden (3,9%, 8,7%, 12,4%, 5,8%, 7,9% y 7,1%, respectivamente, en el mes anterior).

⁶ El índice de precios del gasto de consumo personal, indicador utilizado por el Sistema de la Reserva Federal, también muestra una desaceleración. Pasó de una variación interanual de 3,8% en mayo a 3,0% en junio, mientras que el componente subyacente bajó de 4,6% a 4,1% en esas fechas.

esperado⁷. Pese a ello, en la reunión de julio el Sistema de la Reserva Federal aumentó en 25 p.b. la tasa de interés de referencia hasta 5,25%-5,5%, el nivel más alto desde el 2001.

Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 28 de julio del 2023.

El 15 de junio y el 27 de julio el Banco Central Europeo (BCE) incrementó su tasa de interés de referencia en 25 p.b., en cada ocasión, hasta ubicarla en 4,25%. Asimismo, reiteró que, aunque la inflación ha disminuido, seguirá alta por mucho más tiempo. Por su parte, el 21 de junio el Banco de Inglaterra subió las tasas de interés en 50 p.b. hasta 5,0%, el nivel más alto desde abril del 2008; en su próxima reunión (el 3 de agosto), los analistas esperan un nuevo aumento de la tasa de interés.

En América Latina, como se indicó antes, la mayoría de los países ha pausado el ciclo alcista de la tasa de política monetaria y unos pocos (Costa Rica, Uruguay y República Dominicana) iniciaron el descenso⁸. El Banco Central de Costa Rica disminuyó la tasa de política monetaria en marzo, abril, junio y julio, para un total de 250 p.b. hasta ubicarla en 6,5%. Uruguay empezó el ciclo de disminución de ese indicador en abril, lo mantuvo en mayo y lo redujo en julio, para un acumulado de 75 p.b., con lo cual pasó de 11,5% a 10,7⁵%. Por su parte, República Dominicana inició la baja en la tasa de política monetaria en mayo, de 8,5% a 8%, y en junio realizó un recorte adicional hasta 7,75%.

En un contexto de alta incertidumbre, inflación persistente y endurecimiento de las condiciones financieras, la economía mundial sigue en desaceleración, aunque a diferente ritmo según región o país.

El crecimiento económico mundial sigue débil en comparación con la tendencia histórica, aunque con diferencias entre países (Gráfico 3.A). En Estados Unidos, la tasa anualizada de crecimiento del PIB fue de 2,0% y 2,4% en el primer y segundo trimestre,

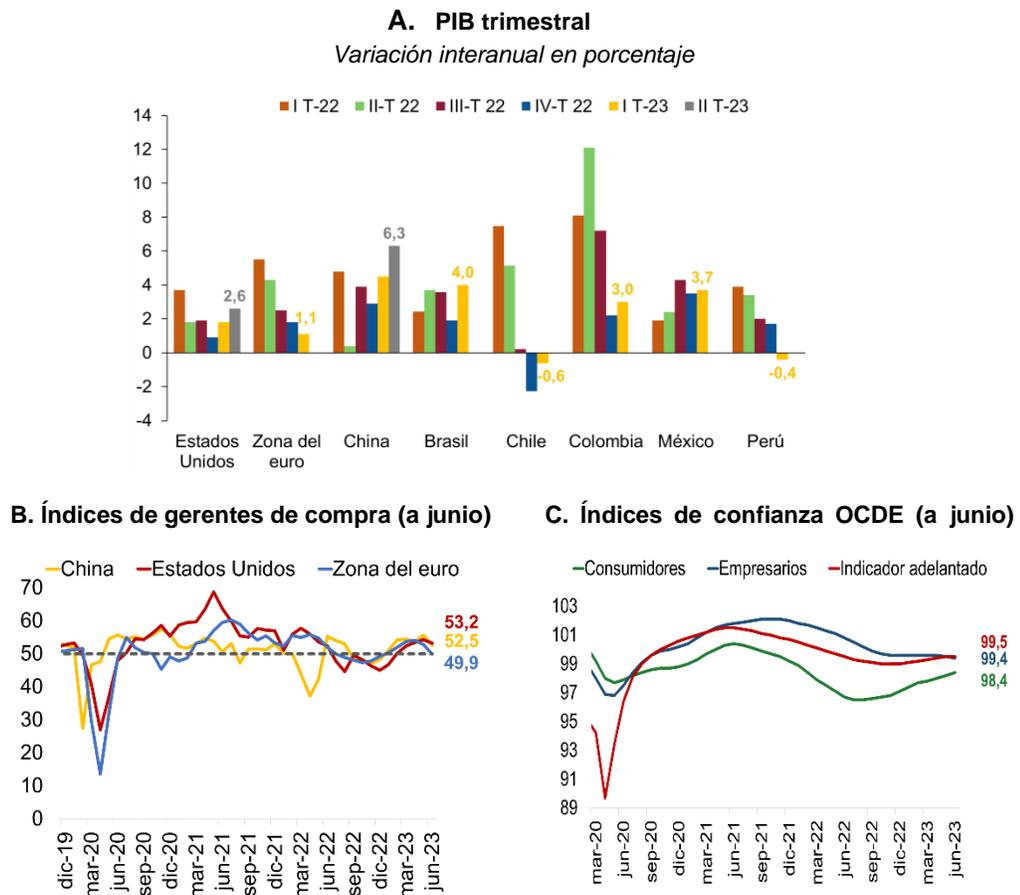
⁷ Para más detalles, ver los resultados de su modelo “[Multivariate Core Trend Inflation](#)”.

⁸ El 28 de julio Chile ajustó a la baja la TPM en 100 p.b. hasta ubicarla en 10,25% (posterior a la aprobación de este informe por parte de la Junta Directiva).

respectivamente, tasas inferiores al 2,6% registrado en el último trimestre del año anterior. De igual modo, en el primer trimestre en la zona euro la actividad económica se desaceleró, toda vez que su variación interanual se ubicó en 1,1% (tercera estimación), por debajo del 1,8% del trimestre previo.

Por el contrario, en China la variación interanual del PIB pasó de 2,9% en el cuarto trimestre del 2022 a 4,5% y 6,3% en el primero y segundo trimestres del año en curso. Si bien esos datos muestran un repunte de la segunda potencia mundial, impulsado por el levantamiento de las restricciones y confinamientos por el COVID-19, entre los analistas económicos existe percepción de alguna debilidad, provocada por un mercado inmobiliario que aún no se estabiliza, la moderación de la producción industrial y de servicios y la elevada incertidumbre que podría incidir negativamente en la confianza del consumidor. En América Latina, algunas economías mostraron signos de recuperación, pero en otras, como Perú y Chile, se han registrado caídas en la actividad económica.

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de bancos centrales, institutos de estadística, Bloomberg y OCDE.

Prospectivamente, los indicadores de corto plazo dan señales de debilidad: i) el índice de gerentes de compra⁹ de Estados Unidos, la zona del euro y China registró en junio un deterioro, aunque en general se ubica en zona de expansión (Gráfico 3.B); ii) el índice de confianza¹⁰ de los consumidores en los países miembros de la OCDE muestra una tendencia al alza desde setiembre del 2022, mientras que el de los empresarios se ha mantenido desde entonces en 99,6, en promedio (Gráfico 3.C); ambos indicadores continúan en terreno pesimista y iii) el comercio mundial y la producción industrial mantienen tasas de crecimiento bajas e incluso negativas.

Los mercados financieros internacionales mantienen una relativa calma, luego de episodios que generaron inestabilidad.

En el 2023 los mercados financieros han sido afectados por la desaceleración económica, la elevada inflación y las tensiones geopolíticas. Adicionalmente, entre marzo y abril aumentó la volatilidad debido a que la quiebra de algunos bancos regionales de Estados Unidos de mediano tamaño¹¹ generó temor de un posible contagio como el ocurrido en la crisis financiera del 2008.

Posteriormente, en mayo aumentó la inquietud de los mercados debido al posible impago de la deuda de Estados Unidos. Ese país alcanzó el límite de deuda vigente (*USD* 31,4 billones) el 19 de enero del 2023. Si bien el Departamento del Tesoro tomó medidas para seguir financiando las actividades del Gobierno, anunció que las reservas podrían agotarse el 5 de junio. Finalmente, se logró un acuerdo para aumentar el límite de la deuda el 2 de junio.

Estos hechos incidieron en el comportamiento de las tasas de interés internacionales. En comparación con el 31 de diciembre de 2022, la tasa Prime aumentó 75 p.b. en el primer semestre del año, la SOFR subió 76 p.b. y la tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 6 meses plazo aumentó 69 p.b.

Los rendimientos de los bonos del Tesoro de mayor plazo muestran una tendencia al alza, explicada por distintos factores. Particularmente en el caso de los bonos a 2 años¹² plazo, se estima que incidieron los factores que se resumen en el Gráfico 4; los que están por encima de la línea contribuyeron a aumentar el rendimiento de dicho título y los que están por abajo lo redujeron.

⁹ Si el índice está por encima de 50 indica una expansión y por debajo de 50, contracción. En ese orden se ubicaron en niveles en 53,2, 49,9 y 52,5 puntos (desde 54,3, 52,8 y 55,6 en el mes previo).

¹⁰ Valores por encima de 100 representan optimismo.

¹¹ En esto influyó el aumento de tasas de interés resultante de la política monetaria más restrictiva, toda vez que ello afectó negativamente el balance de algunos bancos, entre ellos, Silicon Valley, Signature y First Republic. Esta crisis se extendió al Credit Suisse.

¹² Se tomó como referencia este plazo debido a que el BCCR tiene un portafolio de reservas internacionales que usa como índice los bonos del Tesoro de Estados Unidos de 1 a 3 años.

Un hecho relevante relativo a la evolución reciente de los rendimientos de los bonos del Tesoro es que la diferencia entre los bonos a 2 y 10 años registró el pasado 5 de julio su nivel más negativo (110,8 p.b.), por segunda vez desde la década de los ochenta¹³. Este comportamiento los analistas lo consideran como indicio de recesión.

Gráfico 4. Rendimiento del bono del Tesoro de EUA a 2 años plazo

En porcentajes, del 31 de marzo al 3 de julio del 2023



¹Aumento, en mayo, en las nóminas no agrícolas en EUA, por encima del nivel que se considera de fortalecimiento del empleo.

²Comentarios de Powell acerca de que “falta un largo camino por recorrer” para lograr que la inflación baje hasta el 2%, el objetivo de estabilidad de precios del Sistema de la Reserva Federal.

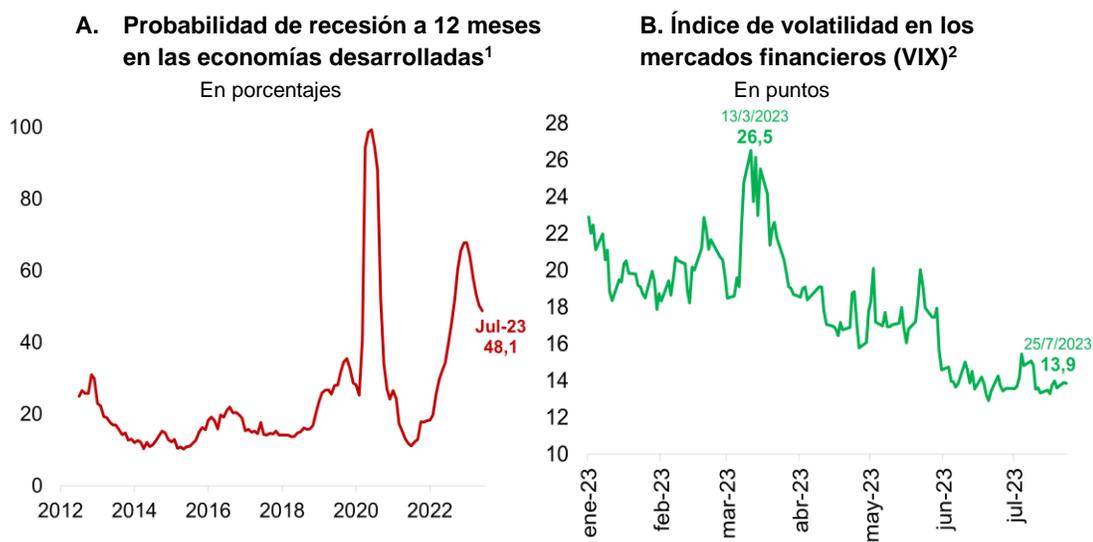
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 3 de julio del 2023.

Aunque los mercados financieros han sido afectados, como se indicó antes, por tensiones en el sector bancario de Estados Unidos y Europa, así como por las acciones restrictivas de política monetaria aplicadas por los bancos centrales para controlar la elevada inflación y por el temor de que la economía mundial entre en recesión (Gráfico 5.A), muestran una estabilidad relativa (Gráfico 5.B). No obstante, en la última semana de julio resurgieron algunas preocupaciones sobre las condiciones actuales del sistema bancario en las regiones indicadas¹⁴.

¹³ La primera vez fue el 8 de marzo pasado cuando registró un nivel similar en respuesta a la expectativa de que las tensiones financieras en los bancos regionales de Estados Unidos indujeran al Sistema de la Reserva Federal a iniciar la reducción de las tasas de interés.

¹⁴ A finales de julio en Estados Unidos se acordó la fusión de los bancos regionales PacWest y Banc of California, con lo cual constituirán la principal franquicia de banca comercial de ese estado. Por su parte, los principales bancos europeos (Deutsche y Lloyds) alertaron sobre el creciente riesgo de impago de los deudores debido al lento crecimiento de la economía y a la alta inflación.

Gráfico 5. Indicadores de mercados financieros internacionales



¹Incluye a Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países.

²Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 5 de julio del 2023.

Un aspecto relevante del contexto internacional actual, cuyas repercusiones previsiblemente irán en aumento en los próximos años, es el cambio que se ha gestado en la estructura económica mundial debido a las tensiones geopolíticas, en la cual es cada vez más evidente la presencia de fuerzas que promueven la fragmentación en dos bloques principales, el G7 y los BRICS¹⁵.

Históricamente, el G7 representaba la mayor parte del PIB mundial; sin embargo, los BRICS tienen un peso mayor que el G7 en términos de su población y también han aumentado su importancia en cuanto al nivel de actividad económica. Así, en el 2022, el G7 representó el 30,4% del PIB mundial, mientras que los BRICS representaron 31,6% (Gráfico 6); la reciente aceleración del crecimiento de China e India han incidido en el peso de este último bloque.

Una de las consecuencias de la fragmentación de la economía internacional es el debilitamiento del dólar como moneda de reserva. Si bien esto no es algo nuevo, pues desde hace varios años la participación de dicha moneda en la cartera de activos de

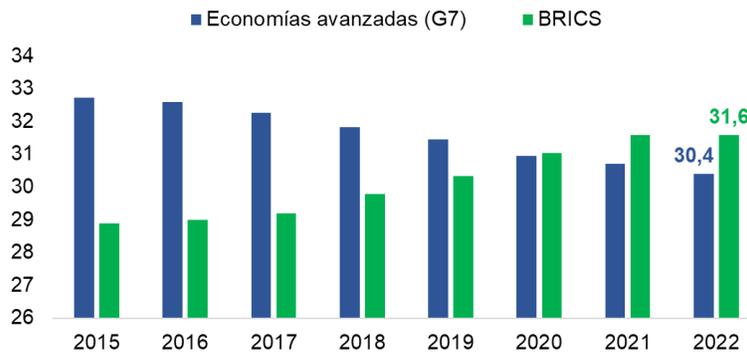
¹⁵El G7 está conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Italia y Japón, países cuyo peso político, económico y militar es considerado dominante a nivel global. Por su parte, los BRICS están constituidos por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica, economías que en el momento de la fundación del grupo eran consideradas como las de mayor potencial de crecimiento y que eventualmente competirían en distintos ámbitos con el G7. Recientemente otros países, como Irán y Argelia han manifestado su interés de unirse a los BRICS. Además, Arabia Saudita, Egipto y Bangladesh han adquirido acciones en el *New Development Bank*, la organización de financiación del bloque.

reserva de los bancos centrales viene en descenso¹⁶, la división de la economía en bloques, unida a la incertidumbre generada por los diversos acontecimientos antes citados (quiebra bancaria, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, desaceleración económica y elevada inflación) y al impacto de la creciente deuda en muchos países (incluido Estados Unidos)¹⁷, ha favorecido la recomposición de las carteras de los activos de reserva en algunos países en detrimento del dólar dentro de la canasta de monedas.

El FMI, en referencia al dólar, reconoce que “aunque la presencia de esta moneda en el comercio mundial, la deuda internacional y los empréstitos no bancarios sigue superando con creces la proporción de Estados Unidos en el comercio, la emisión de bonos y los préstamos y empréstitos internacionales, los bancos centrales ya no están manteniendo reservas en dólares de EUA en la medida en que lo hacían antes”¹⁸. Esta situación podría intensificarse dependiendo de los acuerdos que tomen los BRICS en su reunión de agosto próximo.

Gráfico 6. Participación del G7 y los BRICS en el PIB mundial¹

En porcentajes



¹Se utilizó paridad del poder de compra.

Fuente: Base de datos del informe de perspectivas de la economía mundial del FMI, abril 2023.

¹⁶ De acuerdo con la base de datos *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER) del FMI, la menor participación de los dólares en los activos de reserva del mundo ocurre desde inicios del 2000 cuando representó 71% y ya para el primer trimestre del 2023 ese porcentaje fue de 59%.

¹⁷ Ver informe de Naciones Unidas “*A World of Debt*”, publicado el 12 de julio del 2023.

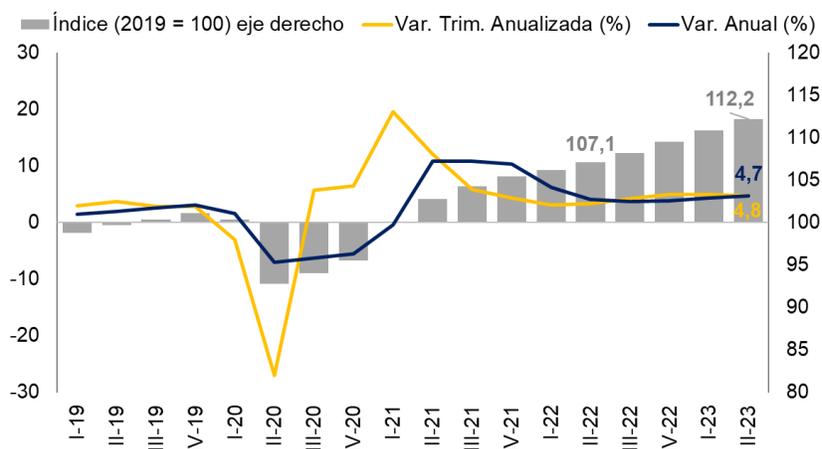
¹⁸ “*El predominio del dólar y el ascenso de las monedas de reserva no tradicionales*”, Blog del FMI, 6 de junio del 2022.

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

En el segundo trimestre del 2023 se aceleró la actividad económica en términos interanuales.

En dicho lapso el PIB registró una variación interanual de 4,7% (Gráfico 7), superior a la del primer trimestre (4,4%). Además, el crecimiento del cuarto trimestre del 2022 y del primero del 2023 se revisó al alza en 0,2 p.p. y 0,5 p.p. respectivamente, con respecto a las cifras publicadas en el IPM de abril. No obstante lo anterior, la variación trimestral anualizada al segundo trimestre (4,8%) es ligeramente inferior a la de los dos trimestres previos (5,0% en ambos casos).

Gráfico 7. PIB en volumen trimestral



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por componentes del gasto (Gráfico 8.A), el mayor crecimiento de la actividad económica se relaciona con la demanda externa, el consumo de los hogares y la aceleración en la formación bruta de capital.

El aumento del consumo fue determinado por el impacto positivo de los términos de intercambio sobre el ingreso disponible real. Particularmente, destaca el incremento en el consumo de servicios de comida, bebidas, alquiler de vivienda, de entretenimiento y de salud. En contraste, el consumo del Gobierno continuó con tasas de variación negativas en términos interanuales, debido a las políticas de contención del gasto, tanto en la contratación y remuneraciones como en la compra de bienes y servicios.

Por su parte, la recuperación de la formación bruta de capital fue resultado de la mayor inversión en nuevas construcciones privadas (residenciales y no residenciales). Asimismo, hubo un aumento de la inversión en maquinaria y equipo, principalmente de transporte y de telecomunicaciones. Por el contrario, la inversión pública siguió con tasas de variación negativas por la menor ejecución de proyectos relacionados con la

construcción de carreteras, caminos y puentes, además de ingeniería eléctrica, edificios y obras de acueductos y alcantarillados.

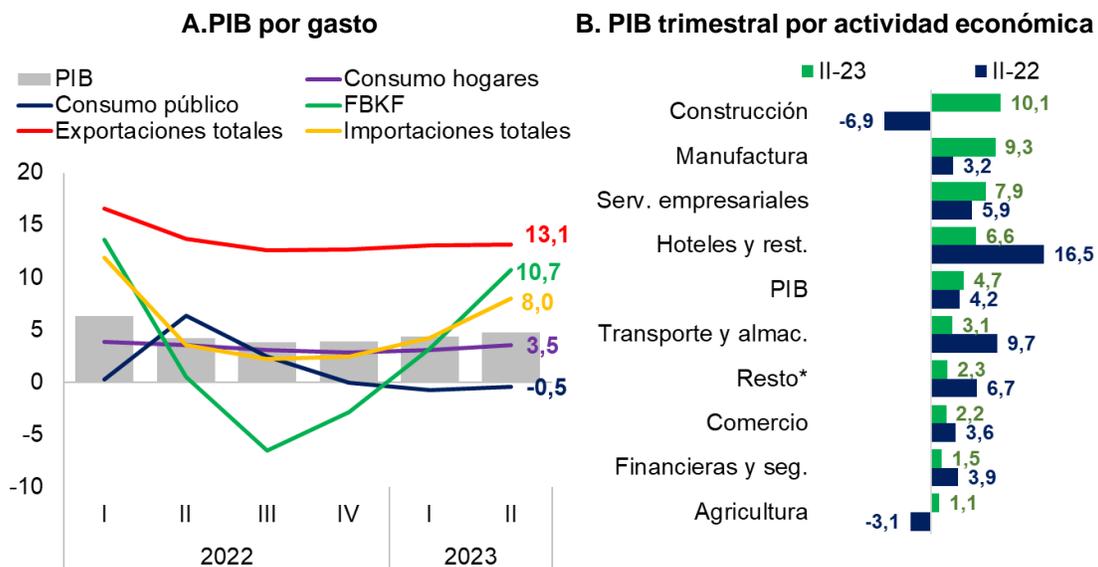
Las exportaciones totales mantienen tasas de crecimiento de dos dígitos y las importaciones se aceleran impulsadas por las compras de bienes.

El dinamismo observado en las exportaciones en periodos previos se mantuvo en el segundo trimestre del 2023. En el caso de los bienes, destacaron las ventas de productos manufacturados del régimen especial, en particular implementos médicos (válvulas cardiovasculares y catéteres) y el impulso en las exportaciones de productos agrícolas como banano y piña. En cuanto a los servicios, destaca la mayor demanda por servicios informáticos y empresariales de empresas del régimen especial.

Las importaciones presentaron una aceleración con respecto al trimestre previo explicada por el mayor dinamismo de los bienes, de los cuales destacan las compras de materias primas por parte de empresas del régimen especial (relacionadas con la industria química, farmacéutica y metalúrgica) y del régimen definitivo (vehículos, productos alimenticios y combustibles). Por otra parte, el crecimiento de las importaciones de servicios está estrechamente vinculado con la mayor salida de costarricenses al resto del mundo.

Gráfico 8. PIB en volumen por gasto y por actividad económica

Variación interanual en porcentajes



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

Por actividad económica (Gráfico 8.B), destaca la significativa aceleración en la construcción, y el crecimiento de la industria manufacturera y de los servicios empresariales. Las actividades de agricultura, comercio, transporte y almacenamiento también crecieron, pero a una tasa inferior a la del PIB.

Después de la contracción observada en los trimestres previos, en el segundo trimestre del año en curso la construcción aumentó, impulsada principalmente por la edificación residencial (edificios de apartamentos y viviendas para el grupo de ingresos altos) y no residencial (edificios, locales comerciales y bodegas). En contraste, la construcción con destino público disminuyó.

La industria manufacturera muestra una aceleración en su ritmo de crecimiento, aunque con un comportamiento disímil según régimen de comercio. Mientras que las empresas del régimen especial mantienen el impulso de los trimestres previos, las del definitivo continúan con un desempeño negativo (principalmente llantas y productos de papel).

Por su parte, los servicios empresariales siguen con un alto dinamismo, estimulado por la mayor demanda externa de servicios brindados por empresas del régimen especial, así como por una mejora en los servicios de publicidad y contabilidad del régimen definitivo y de las agencias de viajes.

El resultado de la actividad de hoteles y restaurantes está vinculado con el aumento en el turismo tanto de nacionales como extranjeros, aunque todavía no se ha retornado a los niveles totales de llegadas de turistas observados antes de la pandemia, lo que sí ha ocurrido con la llegada por vía aérea.

La actividad agrícola, tras acumular cinco trimestres consecutivos de contracción debido a choques climatológicos y al encarecimiento de materias primas, mostró en el segundo trimestre una tasa de variación positiva por la mejora en la producción exportable de banano y piña, así como la de raíces, hortalizas y tubérculos, debido a condiciones climatológicas más favorables y al efecto de la caída en el precio internacional de los insumos.

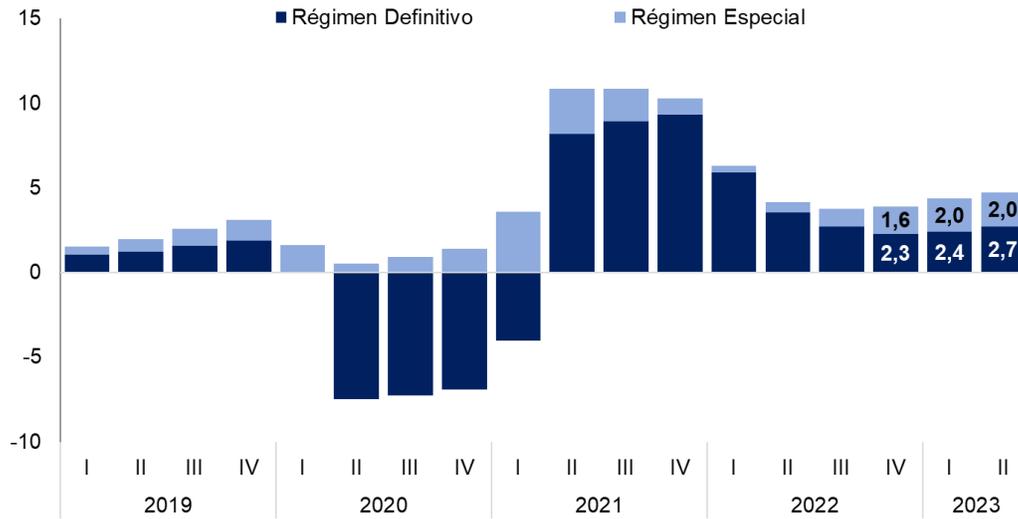
Por último, el crecimiento de la actividad comercial se asocia principalmente con la mayor comercialización de vehículos y productos textiles, así como al incremento en la demanda de servicios de reparación y mantenimiento de vehículos, mientras que el aumento en la actividad del transporte se explica por la normalización de la movilidad de las personas favorecida por el turismo y la movilización de productos relacionada con el comercio exterior.

La aceleración registrada en el PIB trimestral es determinada por la recuperación de la actividad del régimen definitivo.

Si bien el régimen especial ha destacado en los últimos años por el alto dinamismo observado en el crecimiento de su producción, debe destacarse que la aceleración del PIB registrada en la primera mitad del 2023 responde principalmente a la recuperación del régimen definitivo. En particular, del 4,7% de crecimiento registrado en el PIB trimestral en el segundo trimestre, 2,7 p.p. (alrededor del 60%) se explica por el aumento en la producción de este régimen, mientras que el resto proviene del régimen especial (Gráfico 9).

Gráfico 9. PIB en volumen por régimen de comercio

Aporte a la tasa de variación interanual de tendencia-ciclo en puntos porcentuales



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

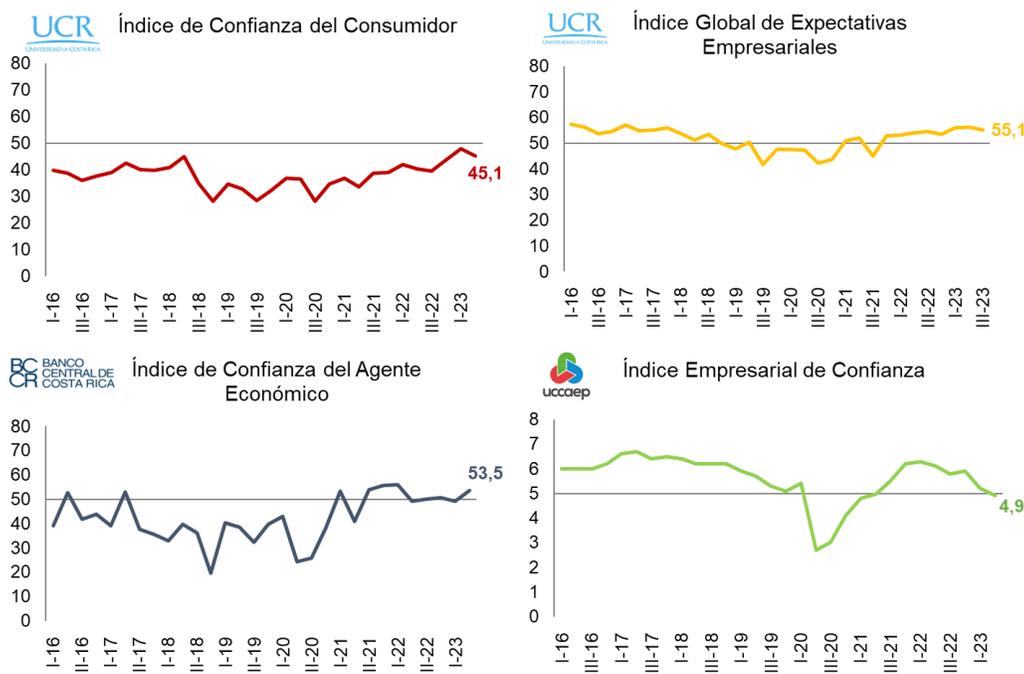
El mayor dinamismo de la actividad económica, la reducción del desempleo y la moderación significativa de las presiones inflacionarias aún no se traducen en una mayor confianza por parte de los agentes económicos.

El Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Costa Rica presenta una reducción de 2,7 p.p. en el segundo trimestre de este año con respecto al previo, lo que interrumpe la tendencia al alza de este indicador observada desde la mitad del 2020 (Gráfico 10). Según dicha entidad, esta desmejora obedece a una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la economía, así como un deterioro en la percepción de las políticas económicas del gobierno.

En el caso de las expectativas de los empresarios, los indicadores muestran señales mixtas. El Índice Global de Expectativas Empresariales y el Índice de Confianza del Agente Económico mantienen valores que denotan optimismo, mientras que el Índice Empresarial de Confianza publicado recientemente por la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (UCCAEP) muestra un deterioro.

Es posible que en estos resultados haya influido la incertidumbre en torno a la duración que puedan tener procesos de ajuste macroeconómico, tales como el retorno de la política monetaria hacia una postura neutral y la consolidación de las finanzas públicas. Estos procesos pueden implicar costos de ajuste para algunos agentes económicos e incidir en la dinámica de sus expectativas.

Gráfico 10. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios¹



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

La tasa de desempleo disminuyó en términos interanuales, lo cual se dio simultáneamente con una menor participación.

En el trimestre móvil finalizado en mayo, la tasa de desempleo¹⁹ se ubicó en 10,1%, equivalente a un incremento de 0,4 p.p. con respecto al mes previo y 1,9 p.p. inferior en relación con lo registrado un año antes. Este último resultado se da simultáneamente con una menor participación en el mercado laboral, pues la ocupación bajó²⁰ (Gráficos 11.A y 11.B).

La participación en el mercado laboral ha disminuido en los últimos años, pero la discusión en torno a su evolución cobró relevancia en el periodo posterior a la pandemia, en un principio debido a la caída que mostró posterior a ese evento y, más recientemente, por ser un factor que podría estar relacionado con la disminución de la tasa de desempleo. La dinámica en la participación laboral es un fenómeno complejo, cuya comprensión requiere analizar las razones por las que los trabajadores deciden salir de la fuerza laboral, más allá de lo que acontece en la coyuntura económica.

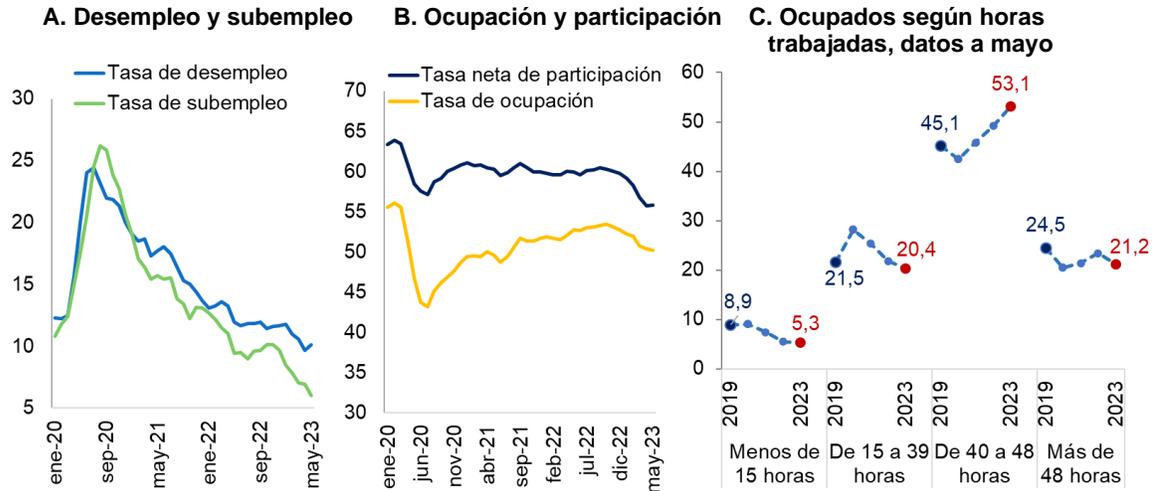
¹⁹ Este indicador relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está compuesta por la fuerza de trabajo que no tenía empleo en la semana de referencia, aunque estaba disponible para participar en la producción de bienes y servicios, y buscó empleo. La fuerza de 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.

²⁰ Con respecto a mayo del 2022 hubo una reducción en el empleo en poco más de 80 mil puestos y la tasa de ocupación bajó en 2,6 p.p.

El Recuadro 1 explora las tendencias subyacentes del mercado laboral y las principales motivaciones detrás de la menor participación en el mercado laboral. Se concluye que la menor participación laboral no parece responder a un aumento en la cantidad de trabajadores desalentados, puesto que este grupo ha disminuido en los últimos años y que el creciente número de personas que sale de la fuerza de trabajo no se relaciona con la dinámica de la actividad económica, sino más bien con características demográficas de la población en edad de trabajar²¹.

Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral.

En porcentajes



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

Aunque el nivel de ocupados sigue por debajo del periodo previo a la pandemia, los que tienen empleo tendieron a pasar de jornadas parciales a jornadas completas (Gráfico 11.C).

Esta dinámica se ha reflejado en la evolución de la tasa de subempleo²², que a mayo se ubicó en 6,0%, el valor más bajo registrado desde que inició la Encuesta Continua de Empleo (ECE) en setiembre del 2010.

Este fenómeno podría incidir sobre las decisiones de contratación por parte de las empresas, toda vez que completar las jornadas de trabajadores a tiempo parcial puede resultar más atractivo que la contratación de nuevos empleados, pues presumiblemente su costo es menor tanto en términos monetarios como del esfuerzo en capacitación y adaptación.

²¹ La cantidad de trabajadores “desalentados” (salen del mercado de trabajo porque desistieron de buscar empleo) se ubicó en torno a 16 mil trabajadores a mayo del 2023, cerca de la mitad del valor registrado en febrero del 2020. Por otra parte, los trabajadores que están fuera de la fuerza de trabajo y que no están disponibles para reinsertarse por múltiples circunstancias (vejez, obligaciones familiares, motivos de estudio etc.) aumentaron en alrededor de 393 mil personas entre febrero del 2020 y mayo del 2023.

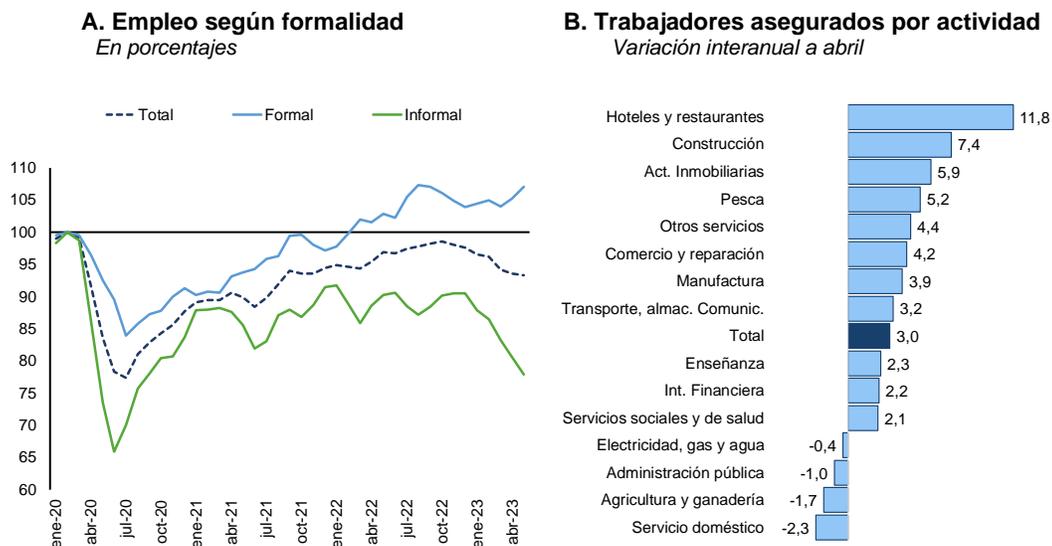
²² Población ocupada que trabaja menos de 40 horas por semana, quiere y está disponible para trabajar más horas de lo que su empleo actual le permite.

El menor nivel de ocupación está influido, también, por la reducción del empleo informal, en tanto que el empleo formal continúa en aumento.

El deterioro reciente en el nivel de empleo es reflejo de lo que ocurre con la ocupación informal, que se ha mantenido por debajo del nivel prepandémico y, además, disminuyó en meses recientes. Por su parte, el empleo formal²³ recuperó el nivel previo a la pandemia desde inicios del 2022 y mantiene un comportamiento al alza (Gráfico 12.A).

En línea con este resultado, las estadísticas de trabajadores asegurados de la CCSS muestran que actividades como las de hoteles y restaurantes, la construcción y actividades inmobiliarias registraron incrementos significativos a abril del 2023 con respecto a un año atrás, mientras que la administración pública, la agricultura y ganadería y el servicio doméstico bajan (Gráfico 12.B).

Gráfico 12. Empleo según formalidad y trabajadores asegurados por rama de actividad.



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos y la Caja Costarricense del Seguro Social.

Los ingresos reales muestran una recuperación en términos de su ritmo de crecimiento, aunque con resultados heterogéneos en los distintos grupos del mercado laboral.

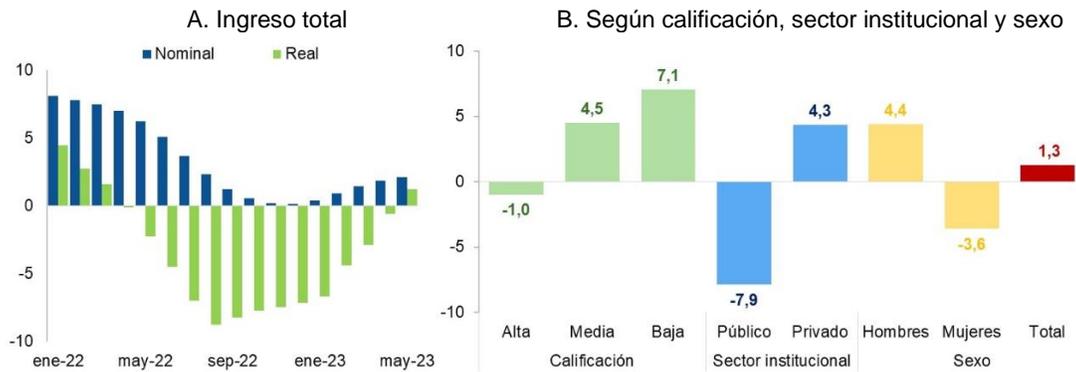
Después de la contracción en los ingresos reales de los trabajadores a partir de la segunda mitad del 2022, en el 2023 se han recuperado (Gráfico 13.A) debido tanto a una modesta aceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos nominales como a la marcada desaceleración en la inflación. A mayo, se registraron nuevamente tasas de variación positivas en los ingresos reales, después de 13 meses de contracción. Dicha

²³ Según la definición utilizada por el INEC, los trabajadores formales son aquellos que están asegurados y realizan sus labores en empresas que están inscritas en tributación, o son trabajadores por cuenta propia y empleadores, y llevan una contabilidad formal en forma periódica, y están inscritos en alguna instancia pública.

recuperación, es más clara entre ciertos grupos de los ocupados, particularmente entre hombres, trabajadores del sector privado y con niveles de calificación media y baja, mientras que para las mujeres y trabajadores del sector público aún se mantiene una caída (Gráfico 13.B).

Gráfico 13. Ingreso nominal y real en la ocupación principal.

Variación interanual en porcentajes



Nota: Cálculos a partir de la serie de tendencia de los salarios nominales y reales.

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

En resumen, en el 2023 el mercado laboral ha mostrado una mejoría que se refleja en menores niveles de desempleo con respecto a un año atrás y una reciente recuperación de los ingresos, aunque todavía esa mejora no se manifiesta en la cantidad de empleos. Sin embargo, el aumento en la cantidad de horas trabajadas y la consecuente reducción del subempleo a mínimos históricos, así como la dinámica observada en el empleo formal, son señales positivas.

Recuadro 1. Tendencias recientes de la ocupación, el desempleo y la participación en el mercado laboral costarricense.

Este recuadro presenta un análisis de la ocupación, el desempleo y la participación laboral para el periodo comprendido entre setiembre del 2010 y mayo del 2023. Además, contrasta la evolución del mercado laboral en el 2023 con respecto al periodo 2012- 2019²⁴. Este ejercicio permite identificar el ritmo de recuperación de los diversos grupos del mercado posterior a la pérdida ocurrida producto de la pandemia de COVID-19.

La información sobre el mercado laboral que provee la Encuesta Continua de Empleo (ECE) puede reflejar tres fenómenos: una tendencia de mediano plazo, factores de carácter transitorio y un error de muestreo o medición²⁵, los cuales pueden ser difíciles de distinguir, especialmente cuando se estudia solo la información más reciente, o de un periodo muy corto. Ante ello, realizar análisis de tendencias y considerar períodos suficientemente largos permite identificar de manera más precisa los factores económicos subyacentes que influyen en el comportamiento del mercado laboral.

Ocupación. La pandemia tuvo un efecto negativo considerable sobre el nivel de empleo y su recuperación no ha sido sostenida ni homogénea entre los diversos segmentos del mercado laboral.

Durante el 2022, la ocupación mostró signos de recuperación hasta alcanzar niveles coherentes con el dinamismo del mercado laboral previo a la pandemia; sin embargo, la ocupación promedio entre enero y mayo del 2023 es inferior en 4,1% al nivel que se habría alcanzado de haberse mantenido el dinamismo observado en el lapso 2012 - 2019 (Gráfico 1.1).



Fuente: BCCR con base en datos del INEC.

Este comportamiento no es homogéneo entre segmentos del mercado laboral. Por grupos de edad (Gráfico 1.2), la población de 25 a 44 años muestra un nivel de ocupación coherente e

²⁴ En dicho periodo el mercado laboral costarricense se caracterizó por una relativa estabilidad y la tasa de desempleo se ubicó persistentemente alrededor de su tasa natural o estructural, tal como señalan Garita y Sandoval (2022).

²⁵ El comportamiento de estas series está sujeto a errores de muestreo que introducen complejidades al analizar periodos o grupos específicos, que pueden ser aleatorios y se acentúan en la medida en que el análisis se enfoque en grupos más granulares y específicos de la encuesta.

incluso superior al registrado previo a la pandemia; sin embargo, en personas mayores a 45 años, la ocupación ha sido significativamente menor que su tendencia.

Según el grado de calificación (Gráfico 1.3), solo los ocupados de calificación alta presentan niveles superiores a los que se habrían alcanzado si el mercado laboral hubiese mantenido el comportamiento del periodo 2012-2019. Por su parte, tanto el empleo formal como el informal se mantienen por debajo de su nivel de tendencia, aunque en el informal la brecha es más amplia. Previsiblemente, el choque de la pandemia implicó una expulsión mayor de trabajadores informales, quienes por lo general enfrentan mayor dificultad para reinsertarse al mercado laboral y cuya capacidad de adaptación a cambios en el mercado es más limitada.

Si bien el nivel de ocupación total y algunos de los segmentos del mercado laboral continúan por debajo de su tendencia, se observa una recuperación en el total de horas empleadas para la producción. Esto puede ser un reflejo de la adaptabilidad y flexibilidad del mercado laboral ante episodios de recesión, en los cuales se busca incrementar la eficiencia y por tanto la productividad.

Es mediante el seguimiento permanente de la evolución de los diversos indicadores que se podría dilucidar si el comportamiento reciente observado en la ocupación es transitorio o son los indicios incipientes de cambios en la estructura productiva de Costa Rica, hacia una combinación de factores de la producción menos intensiva en trabajo. [Garita, Pastrana y Slon \(2023\)](#) muestran que la pérdida de empleo tiene efectos negativos y persistentes sobre el ingreso de las personas trabajadoras costarricenses, por lo que debe analizarse el impacto de la asimetría en la recuperación del empleo entre industrias.

Desempleo. Destaca una tendencia ligeramente positiva²⁶ producto del aumento en los desempleados como resultado de la pandemia. No obstante, las cifras a mayo 2023 indican que los niveles de desempleo parecen retornar a la tendencia registrada previo a la pandemia.

Específicamente, el promedio de personas desempleadas durante el 2023 se encuentra 7,1% por debajo del valor que se habría esperado según esa tendencia (Gráfico 1.4).



Fuente: BCCR con base en datos del INEC.

²⁶ Este comportamiento puede vincularse a la reducción que ha presentado la probabilidad de que los trabajadores transiten de la desocupación a la ocupación, la cual está supeditada a factores estructurales del mercado laboral. Por ejemplo, existe una importante brecha entre la preparación académica que poseen muchos de esos desocupados y las necesidades que muestran las empresas dispuestas a contratar más personal.

Al igual que en la ocupación, hay heterogeneidad en el desempleo según segmentos del mercado.

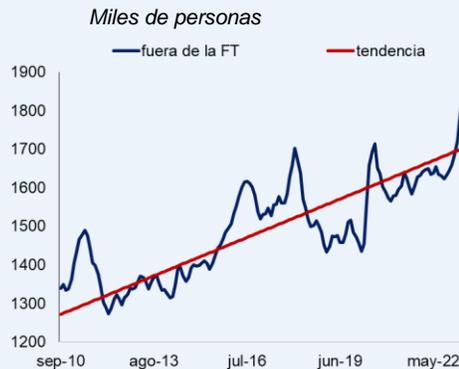
En particular, el promedio de personas desempleadas con edades entre 25 y 44 años durante el 2023 es significativamente más alto que los que se habría alcanzado si el mercado laboral continuara con el comportamiento del lapso 2012-2019. Por otro lado, los grupos de edad más jóvenes y los más cercanos a la jubilación son los que presentan la caída más pronunciada (Gráfico 1.5).

Entre los cesantes, quienes están desempleados por razones de mercado muestran un nivel ligeramente inferior al de la tendencia observada entre el 2012 y 2019, y esta brecha es aún más negativa para los desempleados por razones personales. El mismo comportamiento se observa para los desempleados sin experiencia, y para hombres y mujeres (Gráfico 1.6).

En resumen, los datos sugieren que el desempleo está retornando a las tendencias que exhibía el mercado laboral costarricense antes de la pandemia. No obstante, es necesario profundizar en el análisis de las razones que explican las desviaciones de esta variable con respecto a su tendencia.

Participación laboral. Desde el 2010 el número de personas fuera de la fuerza de trabajo ha registrado una tendencia al alza (Gráfico 1.7). Como proporción de la población en edad de trabajar, la población fuera de la fuerza de trabajo pasó de representar alrededor de 39% a finales del 2011 a poco más del 44% en el 2023.

1.7. Población fuera de la fuerza de trabajo



1.8. Población fuera de la fuerza de trabajo por grupos



Fuente: BCCR con base en datos del INEC.

Según grupos de edad, para los de 60 años y más se observan desviaciones positivas con respecto al nivel que se habría alcanzado de haberse mantenido un dinamismo similar al observado entre el 2012 y el 2019, mientras que en los grupos de 15 a 24 y 25 a 34 años la desviación es negativa.

Según sexo, la desviación es positiva en los hombres y es prácticamente nula en el caso de las mujeres (Gráfico 1.8). Esto es coherente con lo observado en el panel de la ECE entre el cuarto trimestre del 2022 y el primero del 2023.

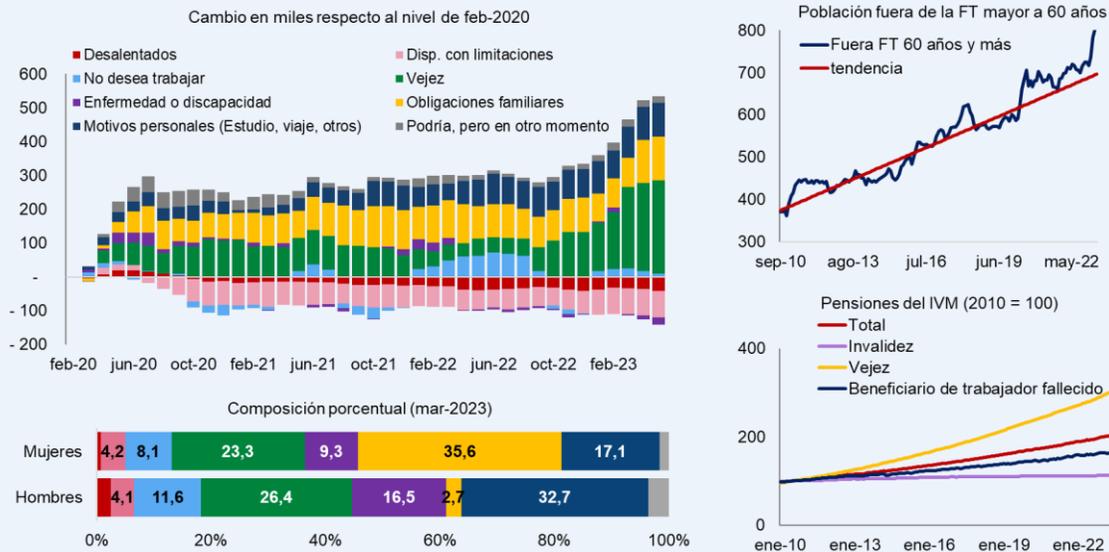
Según su disponibilidad²⁷, se identifican desvíos por encima de la tendencia entre las personas no disponibles, mientras que los trabajadores desalentados y los disponibles con limitaciones registran niveles significativamente menores a los de su tendencia.

Entre las motivaciones por las cuales las personas se mantuvieron fuera de la fuerza de trabajo entre el 2020 y el 2023, destaca la edad avanzada, seguida por los motivos personales (entre ellas, los estudios y las obligaciones familiares, Gráfico 1.9). Este último rubro en particular es la principal razón por la que las mujeres no se integran al mercado de trabajo²⁸.

La población de 60 y más años, representa alrededor del 40% de la población fuera de la fuerza de trabajo, y su nivel se ha incrementado de forma significativa en el periodo de análisis (Gráfico 1.10).

Esto coincide con la evolución de las pensiones otorgadas por el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), las cuales se duplicaron entre el 2010 y el 2023; particularmente, las pensiones por vejez se triplicaron en el mismo periodo. Por su parte, en las pensiones del régimen no contributivo se observa un comportamiento similar²⁹, lo cual sugiere que este fenómeno también puede manifestarse entre trabajadores informales o personas que no cumplen con los requisitos para el acceso a una pensión, pero salen del mercado por su edad.

1.9. Motivos de no participación en el mercado laboral 1.10. Población fuera de la FT mayor a 60 años y pensiones del IVM



Fuente: BCCR con base en datos del INEC y CCSS.

Cabe destacar que las reformas recientes al reglamento de pensiones (Ley 9906 y reformas a regímenes del primer pilar) no han implicado un aumento significativo de jubilaciones anticipadas, en parte debido al costo monetario que conlleva este trámite. No obstante, dichas reformas podrían incentivar a los trabajadores que cumplen la totalidad de requisitos para

²⁷ La población fuera de la fuerza de trabajo se desagrega en no disponibles, disponibles con limitaciones y disponibles desalentados.

²⁸ Adicionalmente, la tasa de participación femenina (48,2% al cuarto trimestre del 2022) es más baja que la tasa promedio de la OCDE (66% en el mismo periodo).

²⁹ Entre 2010 y 2023 (al mes de abril), estas aumentaron 63,1%, y más del 60% se otorgaron por vejez.

jubilarse a no postergar más esta decisión, con el fin de eludir cambios en las condiciones de su retiro una vez terminado el periodo transitorio establecido.

En síntesis, la disminución en la participación laboral es un fenómeno que se ha intensificado en los últimos años y responde, entre otros, a la recomposición de la población en edad de trabajar y a factores estructurales que limitan la participación de algunos grupos y que requieren de políticas públicas para su corrección, lo cual a su vez tiene un costo fiscal, el cual se dificulta asumir en la actualidad dados los esfuerzos por consolidar la sostenibilidad fiscal. Además, no se descarta que se hayan generado cambios en la productividad laboral a raíz de la pandemia y de la implementación de nuevas tecnologías en los procesos productivos, que incidieron en la participación laboral, pero su verificación requiere estudios adicionales.

Finalmente, aunque la tasa de participación puede fluctuar en el corto plazo por factores coyunturales o por cambios en las expectativas que tengan los trabajadores sobre si pueden conseguir o no un empleo en un plazo razonable, no pareciera ser ese el motivo principal de su evolución reciente, dado que no se registran incrementos en la cantidad de personas desalentadas que salen del mercado laboral.

En los primeros seis meses del 2023 las transacciones de Costa Rica con el resto del mundo fueron beneficiadas por la mejora en los términos internacionales de intercambio, el dinamismo del turismo receptivo y un notable desempeño de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca. En este lapso, el país continuó accediendo al ahorro externo en niveles suficientes para financiar la brecha en la cuenta corriente y fortalecer el acervo de activos de reserva.

Estas condiciones permitieron que en el primer semestre del 2023 la cuenta corriente de la balanza de pagos registrara un déficit de USD 141,7 millones (0,2% del PIB), 1,4 p.p. del PIB menos que en el mismo período del año previo. Influyó en este resultado la reducción en el déficit de la cuenta de bienes, que ascendió a USD 2.211,1 millones (Cuadro 1), equivalente a 2,6% del PIB (4,0% en el mismo período del 2022). Este menor desbalance está vinculado con un incremento interanual de las exportaciones que más que duplicó el respectivo crecimiento de las importaciones (17,7% y 8,7%, respectivamente).

Las exportaciones de bienes mostraron un comportamiento heterogéneo según régimen de comercio. Los regímenes especiales crecieron 28,3%, principalmente por el resultado de las empresas adscritas a las zonas francas, mientras que el régimen definitivo aumentó 3,8%. Este último grupo tuvo un mejor desempeño en el segundo trimestre que en el primero (variación interanual de 9,0% comparada con una caída de 1,1%), como resultado del repunte en las ventas de productos agropecuarios (banano y piña), así como de productos manufacturados (entre ellos alcohol, hilos de cobre y fertilizantes).

El menor crecimiento de las importaciones de bienes está explicado, fundamentalmente, por la reducción de la factura petrolera, con una contracción interanual de 11,5%, toda vez que el resto de las importaciones, tanto del régimen especial como del definitivo sin hidrocarburos, crecieron en conjunto 11,6%. El comportamiento de la factura petrolera se explica por el precio medio de la mezcla de hidrocarburos, que se contrajo interanualmente en 19,7%, mientras que la cantidad de barriles importados aumentó 10,3%. En este lapso, destacó, además, la reducción en torno al 31,3% en el precio de los fletes de importación con respecto a los primeros seis meses del año previo.

Por su parte, el superávit de la cuenta de servicios ascendió a USD 4.771,4 millones, equivalente a 5,6% del PIB (5,8% en igual lapso del 2022). El balance superavitario de los servicios aumentó 20,3%, congruente con el buen desempeño tanto del turismo receptivo como del resto de los servicios, en particular los de apoyo empresarial y de informática e información.

El déficit de la cuenta de ingreso primario ascendió a USD 2.992,6 millones, lo cual representa un crecimiento de 13,8% en términos nominales; sin embargo, su relación con respecto al PIB disminuyó en 0,3 puntos porcentuales. Los intereses de la deuda pública externa y del resto del ingreso primario aumentaron 12,7% y 14,0%, en el orden indicado, coherente con el mayor financiamiento del país en un contexto de tasas internacionales más altas.

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	I Semestre		I Semestre	
	2022	2023 ^{1/}	2022	2023 ^{1/}
I Cuenta corriente	-1 084	-142	-1,6	-0,2
A. Bienes	-2 703	-2 211	-4,0	-2,6
Exportaciones FOB	8 054	9 483	11,8	11,0
Importaciones CIF	10 757	11 694	15,7	13,6
Hidrocarburos	1 336	1 183	2,0	1,4
B. Servicios	3 967	4 771	5,8	5,6
Viajes	1 159	1 497	1,7	1,7
C. Ingreso Primario	-2 630	-2 993	-3,8	-3,5
Intereses de la deuda pública externa	-436	-491	-0,6	-0,6
Resto del ingreso primario	-2 195	-2 502	-3,2	-2,9
D. Ingreso Secundario	282	291	0,4	0,3
II Cuenta de Capital	11	11	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1 074	-130	-1,6	-0,2
III Cuenta financiera	-492	-2 785	-0,7	-3,2
Sector Público	-424	-1 327	-0,6	-1,5
Sector Privado	-68	-1 457	-0,1	-1,7
Pasivos de Inversión Directa	-1 919	-1 833	-2,8	-2,1
IV Activos de Reserva	-581	2 580	-0,9	3,0
Saldo de Activos de Reserva	6 201	11 140	9,1	13,0

^{1/}Cifras preliminares al primer semestre del 2023

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El financiamiento externo neto aumentó en 2,5 p.p. durante el primer semestre del 2023 en comparación con igual período del año previo. Estos inlfujos permitieron financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciaron una acumulación de activos de reserva por el equivalente a 3,0% del PIB.

En lo concerniente a la cuenta financiera, el país registró un ingreso neto de recursos de USD 2.784,6 millones (3,2% del PIB) dirigidos tanto al sector privado (1,7% del PIB) como al sector público (1,5% del PIB).

En el sector privado predominaron los flujos de inversión directa (2,1% del PIB), principalmente la canalizada a la industria manufacturera, en particular a empresas de implementos médicos. Dentro del total de estos flujos sobresale el componente de reinversión de utilidades, con una participación del 65,2%.

Por su parte, en el ingreso de recursos hacia el sector público ascendió a USD 1.327,2 millones. De este monto destaca el financiamiento neto recibido por el Gobierno General

por USD 527,9 millones, incluida la colocación neta de títulos de deuda externa³⁰, así como el influjo neto recibido por los bancos públicos por USD 789,3 millones (0,9% del PIB), determinado fundamentalmente por la reducción de sus activos en el exterior.

El acceso al ahorro externo permitió financiar la brecha negativa conjunta de la cuenta corriente y de capital, y acumular de activos de reserva por USD 2.579,7 millones, lo cual ubicó el saldo al término de junio en USD 11.140,0 millones (13,0% del PIB). En este contexto, el acervo de reservas internacionales (RIN) representó 125,4% de su nivel mínimo adecuado³¹ y, en relación con otros indicadores tradicionales de reservas internacionales, equivale a 6,8 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 2,4 veces de la deuda externa total de corto plazo del país.

En el primer semestre del 2023 continuó la mejora de las finanzas públicas. En dicho lapso el Gobierno Central generó un mayor superávit primario y un menor déficit financiero con respecto a igual período del bienio previo, lo cual incidió en la disminución de la razón de deuda a PIB.

El Gobierno Central acumuló a junio del año en curso un superávit primario equivalente a 1,4% del PIB, en tanto que el déficit financiero se ubicó en 0,9% del PIB (1,3% y -1,0% un año antes, en el orden indicado). Este comportamiento respondió tanto al aumento en la recaudación tributaria (7,0% del PIB)³² como al menor crecimiento del gasto primario³³ (gasto total menos intereses) debido a la aplicación de la regla fiscal. Sin embargo, ese efecto fue parcialmente compensado por el pago de intereses, que representó 2,3% del PIB (Gráfico 14.A) y llevó a un crecimiento de 2,9% en los gastos totales³⁴ (2,1% en el año previo).

En el primer semestre el Gobierno Central se financió mayormente mediante la colocación de bonos de deuda interna en el sector privado (1,6% del PIB) y en el sistema financiero (0,6% del PIB). Dados los menores requerimientos relativos de endeudamiento, la razón de deuda a PIB³⁵ disminuyó 2,5 p.p. con respecto a diciembre pasado hasta ubicarse en junio, preliminarmente, en 61,3% del PIB (Gráfico 14.B), lo que permitió atender no sólo el déficit financiero sino acumular depósitos en el BCCR (2,0% del PIB)³⁶.

³⁰ El 27 de marzo pasado se colocaron USD 1.500 millones como parte del programa de emisiones por USD 5.000 millones autorizado mediante la Ley 10.332. La transacción se estructuró con un bono con una vida media de 10 años plazo y un rendimiento de 6,55%, aproximadamente 300 p.b. sobre los bonos del tesoro de los Estados Unidos para un plazo comparable. En enero el Gobierno pagó USD 1.000 millones del bono de deuda externa BDE-2023.

³¹ Para mayor detalle ver capítulo 2 de este documento.

³² A esta fecha el crecimiento interanual de los ingresos totales y tributarios fue de 3,9% y 8,2% en ese orden (12,4% y 12,2% un año antes). En los ingresos tributarios destacaron los generados por valor agregado, personas jurídicas, el impuesto único a combustibles y a la propiedad de vehículos.

³³ El gasto primario registró una tasa de variación interanual de 2,3%, inferior al promedio de los últimos 15 años (11,1%). En términos del PIB, significó una baja de 0,2 p.p. con respecto a igual lapso del 2022.

³⁴ En abril se registró un gasto excepcional (efecto de una sola vez) de ¢60.251 millones (0,13% del PIB) por el tercer y último desembolso correspondiente al pago de convenio MEP-CCSS-MH. La inclusión de este rubro en la partida de gastos (cargas sociales, bienes y servicios y transferencias corrientes) responde a disposiciones de la Contraloría General de la República.

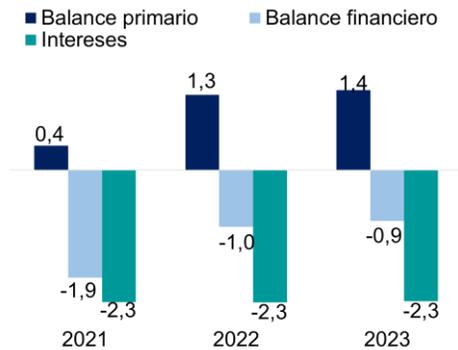
³⁵ La razón de deuda toma como referencia el PIB estimado para este año en el presente informe.

³⁶ El promedio de los depósitos del Gobierno Central en el BCCR durante el primer semestre del 2022 fue de ¢286,9 mil millones y USD 403,7 millones, mientras que en igual periodo del 2023 ha sido de ¢537,5 mil millones y USD 786 millones.

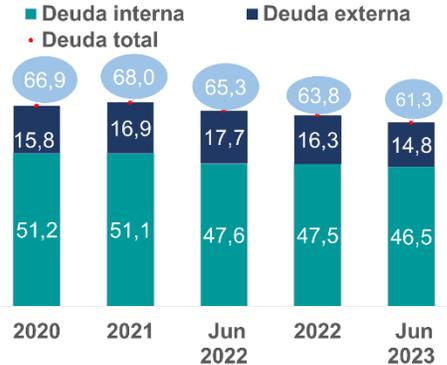
Gráfico 14. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses y razón de deuda

Porcentaje del PIB a junio de cada año

A. Resultado primario, financiero e intereses



B. Razón de deuda



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

En la disminución de la relación deuda a PIB antes comentada intervinieron varios aspectos. Desde el punto de vista de la disciplina fiscal, el hecho más relevante es la generación de un superávit primario que modera el incremento de la deuda para cubrir el exceso de gastos sobre ingresos.

Por otra parte, dado que se trata de explicar la variación en una razón, otro enfoque es analizar los cambios en el numerador y en el denominador. El numerador refleja un menor crecimiento en la colocación de deuda debido a la mayor disciplina fiscal, así como el efecto de la apreciación del colón sobre la deuda en moneda extranjera. Por su parte, los cambios en el denominador se deben al crecimiento del PIB nominal; es decir, al efecto conjunto del crecimiento real de la actividad económica y de los precios (inflación)³⁷.

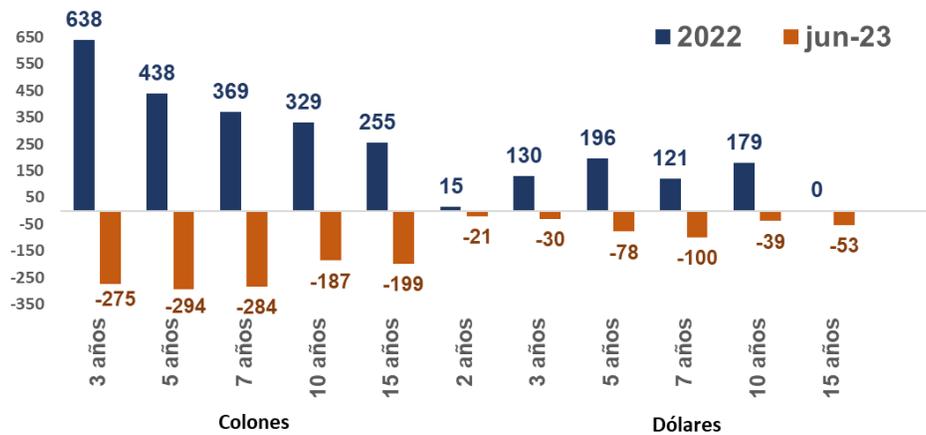
La mejora en el desempeño fiscal y la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones³⁸ le permitieron al Gobierno colocar deuda interna a tasas inferiores a las registradas en diciembre del 2022. En particular, la reducción acumulada de tasas en los diferentes plazos en las subastas realizadas entre enero y junio del 2023 es, en promedio, de 247,8 p.b. en colones y 53,5 p.b. en dólares (Gráfico 15).

³⁷ Desde el punto de vista contable, la disminución de la relación deuda a PIB (2,5 p.p. de junio del 2022 a junio del 2023) puede descomponerse en un efecto asociado al saldo de la deuda (numerador) y otro al nivel del PIB (denominador). Por el lado del numerador, hay un efecto combinado debido al incremento en el saldo de deuda en colones y dólares (3,2 p.p.) y la apreciación del colón (-2,3%), mientras que al crecimiento de la producción nominal se le puede atribuir una caída en dicha razón de -3,4 p.p.

³⁸ Al 11 de julio el EMBI Costa Rica se ubicó en 272, lo que representó una reducción de 55 puntos en relación con el dato del último día de diciembre del 2022. A esa fecha el EMBI global y el de Latinoamérica se ubicaron en un nivel de 358,87 y 412, respectivamente.

Gráfico 15. Gobierno Central: ajuste en las tasas de interés de los títulos deuda interna.

En puntos base



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

1.3 Condiciones monetarias

Los agregados monetarios mostraron un comportamiento en el segundo trimestre del 2023 que se estima no generará mayor inflación a futuro. Además, el ahorro financiero muestra indicios de una menor dolarización³⁹.

En este lapso la base monetaria no mostró cambios significativos con respecto a marzo. Esto debido a que la expansión monetaria asociada, principalmente, a la compra neta de dólares del BCCR⁴⁰ y a la disminución en los depósitos netos recibidos en el MIL fueron compensados, en su mayoría, por el incremento de los depósitos del Gobierno Central en colones y la colocación neta de instrumentos de captación a plazo (bonos de estabilización monetaria y depósitos electrónicos).

El ahorro financiero, aproximado por los agregados monetarios amplios, mostró a finales de junio tasas de crecimiento que se ubicaron en torno al crecimiento conjunto de la actividad económica y la meta de inflación, por lo cual se estima que su comportamiento no generará mayor inflación a futuro por encima de la meta.

La liquidez total y la riqueza financiera total crecieron a una tasa anual cercana a 7,0%, en promedio, mientras que el medio circulante amplio disminuyó en 0,4%⁴¹. Destacó

³⁹ Considera información del BCCR y de los intermediarios financieros (preliminar) al 30 de junio del 2023. La valoración de la moneda extranjera excluye el efecto cambiario.

⁴⁰ En el segundo trimestre del 2023 las compras netas de dólares del BCCR en el mercado cambiario ascendieron a USD 1.035,6 millones (USD 1.252,6 millones en el previo).

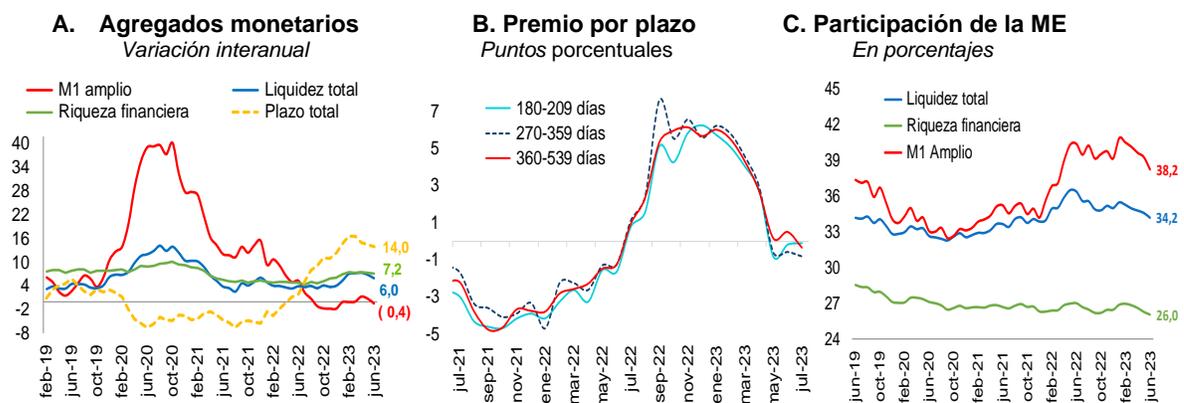
⁴¹ Este comportamiento está asociado con el aumento de las tasas de interés observado en el 2022 y el primer trimestre del 2023, que redujeron el costo de oportunidad de mantener activos altamente líquidos.

también la moderación en el ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo⁴² (14,0% en junio desde 16,6% en febrero) que se asocia a la reducción en las tasas de interés pasivas (Gráfico 16.A).

Al término de junio se observó, con respecto al trimestre previo, una reducción en las tasas de interés pasivas en colones⁴³ que, junto con el aumento de las tasas de interés pasivas en dólares y el aumento en las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), llevó a una reducción en el premio por ahorrar en moneda nacional, el cual pasó de registrar valores entre 404 y 457 p.b. en marzo del 2023 a ubicarse en valores cercanos a cero (entre -20 y 50 p.b.) al finalizar junio del 2023 (Gráfico 16.B).

Pese a la disminución del premio por ahorrar en moneda nacional, no se ha observado un aumento en la dolarización del ahorro financiero. A finales del segundo trimestre de 2023 la participación relativa del componente de la moneda extranjera en los agregados monetarios disminuyó entre 1,0 y 2,0 p.p. en relación con lo observado un año atrás y en torno a 0,8 p.p. respecto al trimestre previo (Gráfico 16.C)

Gráfico 16. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado en colones continúa con un crecimiento moderado mientras que el denominado en dólares aumenta significativamente desde el cuarto trimestre de 2022.

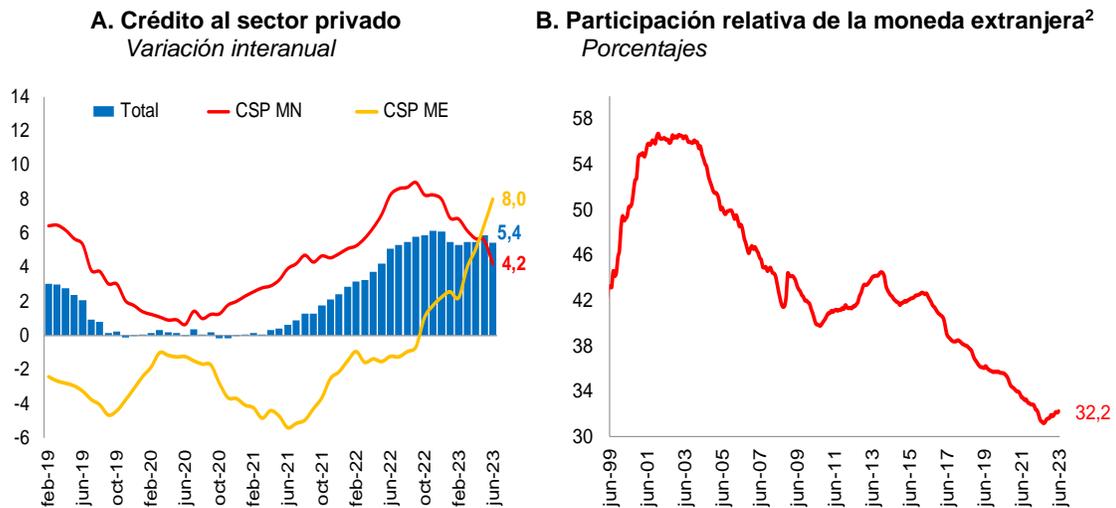
⁴² Al término del segundo trimestre del 2023, los instrumentos a plazo como los certificados de depósito emitidos por las Otras Sociedades de Depósito (OSD) y los valores del Gobierno, ambos en colones, representaron 20,1% y 32,5%, en su orden, de la riqueza financiera total (17,3% y 30,6% en junio del año anterior). Estos instrumentos fueron los más demandados entre los ahorrantes como resultado de tasas de interés atractivas y plazos más largos. Por ejemplo, entre el cuarto trimestre del 2022 y el primer trimestre del 2023 el Gobierno pagó una tasa promedio cercana a 10% en títulos a 1080 días o más.

⁴³ Las reducciones aprobadas por la Junta Directiva del BCCR en la TPM, 250 p.b. de marzo a julio, se han transmitido de forma asimétrica a las diferentes tasas de interés del sistema financiero. Particularmente, la tasa de interés pasiva negociada en colones disminuyó cerca de 245 p.b. en ese lapso.

Al finalizar el segundo trimestre del 2023, el crédito al sector privado (CSP) creció a una tasa anual de 5,4%, superior a la observada un año antes (5,1%) impulsado tanto por las operaciones en colones como en moneda extranjera. Según el análisis de fuentes y usos de los intermediarios financieros, el crédito en moneda nacional fue financiado con los fondos provenientes de las obligaciones con el público⁴⁴, mientras que el denominado en moneda extranjera se financió tanto con recursos captados como con fondos procedentes de la reducción de inversiones en el exterior.

El crédito en colones registró una variación anual de 4,2% (8,3% en junio del 2022) en tanto que el otorgado en moneda extranjera aumentó 8,0%, con lo cual mantiene la aceleración observada desde inicios del presente año (Gráfico 17.A). Dado ese comportamiento, la participación relativa del crédito en moneda extranjera en la cartera total ha aumentado y se ubicó en 32,2% en junio del 2023, 0,8 y 0,3 p.p. superior a lo registrado un año atrás y en el trimestre previo, en su orden (Gráfico 17.B).

Gráfico 17. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera¹



¹ Cifras sin efecto cambiario.

² Razón 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 es consecuente con el encarecimiento relativo del crédito en colones. Al finalizar junio, la tasa activa promedio ponderada del sistema financiero se ubicó en 12,3% en colones, 230 p.b. por encima de la registrada en junio del 2022, pero similar a la observada a finales de ese año, mientras que en dólares alcanzó 7,6%, inferior en 23 p.b. a la observada en diciembre pasado.

⁴⁴ Parte de las captaciones en colones se usaron para la compra de títulos del Ministerio de Hacienda.

Por grupo de intermediarios, los bancos privados mantuvieron la mayor parte de su cartera crediticia denominada en moneda extranjera (64,5%), mientras que en los bancos públicos esa proporción fue de 20,6% y para los intermediarios financieros no bancarios esa relación alcanzó el 6,8%.

El aumento de la participación del componente en moneda extranjera dentro del CSP puede aumentar la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario. Sin embargo, en el presente año ha disminuido la proporción del crédito en moneda extranjera otorgado a deudores con exposición a riesgo cambiario⁴⁵. Esa proporción pasó de 61,4% en abril del año pasado a 59,1% en igual mes de 2023. Además, de acuerdo con información de la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef), la mayor parte del incremento en el crédito en moneda extranjera observado en lo transcurrido del presente año fue otorgado a deudores con cobertura cambiaria.

Otro aspecto que podría aumentar la exposición del sistema financiero es la alta concentración del crédito en actividades de consumo y vivienda⁴⁶ (cerca al 60%⁴⁷ en mayo). Esta situación se ha mantenido a lo largo de los últimos años y además de que concentra el riesgo, limita el financiamiento a otras actividades.

Pese a lo anterior, la morosidad del sistema financiero se mantiene relativamente estable. Particularmente, en mayo pasado el indicador de mora regulatoria mostró una ligera disminución, toda vez que la cartera crediticia con una morosidad mayor a 90 días o en cobro judicial con respecto a los préstamos totales del SBN se ubicó en 2,03% (2,32% un año atrás). Un comportamiento similar se observa en la mora amplia, que incluye la mora regulatoria, los créditos liquidados y los bienes recuperados. Este indicador pasó de 11,86% en mayo del 2022 a un 11,64% en igual mes del 2023.

1.4 Inflación

Durante el segundo trimestre del 2023 se acentuó la reducción de la inflación general y la subyacente, lo que llevó a que ambos indicadores se ubicaran por debajo del límite inferior del rango de tolerancia al término de este periodo.

⁴⁵ De acuerdo con 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 uno sin exposición a riesgo cambiario cuando dispone de una cobertura natural o financiera contra este riesgo, la cual debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito (la operación en estudio más las operaciones expuestas a ese riesgo e incluidas en los registros del Centro de Información Crediticia). 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 se dispone de un derivado financiero para cubrirla. La entidad financiera que otorga el crédito debe verificar que esa condición prevalezca, al menos una vez cada 12 meses a partir de la fecha de formalización del crédito y debe dejar constancia de esa valoración en el expediente de crédito.

⁴⁶ Para colocar una mayor cantidad de crédito en el sector privado, los intermediarios financieros fortalecieron las campañas publicitarias, orientadas a promover particularmente los programas de financiamiento para la compra de vivienda y consumo. Con el objetivo de atraer a una mayor cantidad de clientes, la publicidad hizo énfasis en aspectos como la eliminación de gastos de formalización o de requisitos para obtener un préstamo.

⁴⁷ En colones el crédito se concentró en las actividades de consumo (41,9%) y vivienda (30,6%), mientras en dólares, se concentró en vivienda (27,0%), comercio (13,4%) y servicios (21,9%).

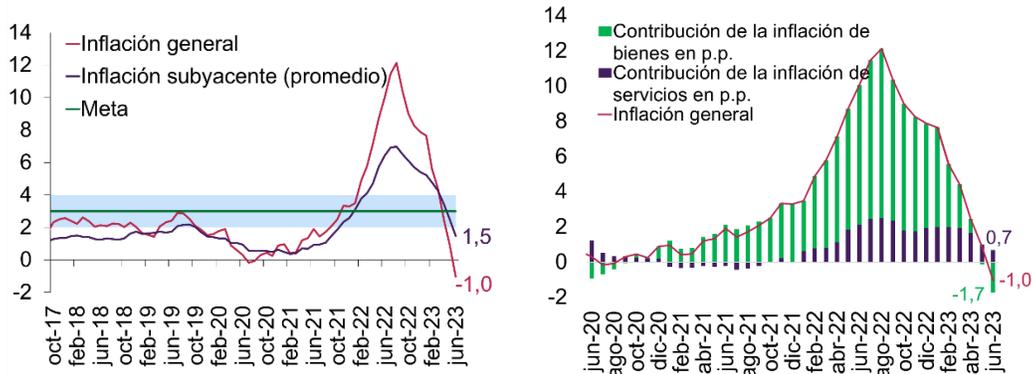
A finales de junio, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), y el promedio de los indicadores de inflación subyacente⁴⁸ se ubicaron en -1,0% y 1,5% respectivamente (Gráfico 18.A), por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de largo plazo establecida por el BCCR (3,0% \pm 1 p.p.). El promedio interanual de esos indicadores en el segundo trimestre fue de 0,8% y 2,5% en ese orden, valores menores a los previstos en el IPM de abril pasado

Contrario a lo observado en el primer trimestre del año en curso, en el segundo son los precios de los servicios los que muestran presiones al alza. En promedio, su contribución en este último lapso a la variación interanual fue de 1,1 p.p., mientras que la de los bienes fue negativa (-0,3 p.p.)⁴⁹. Particularmente, en junio los precios de los servicios registraron una variación interanual de 1,6%, en tanto que los de los bienes disminuyeron 1,0%, con lo cual su respectiva contribución a la inflación interanual de ese mes fue de 0,7 p.p. y -1,7 p.p. (Gráfico 18.B).

Gráfico 18. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes y puntos porcentuales.

A. Inflación general y subyacente (porcentajes) B. Contribución de la inflación de bienes y servicios a la inflación general (p.p.)



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

La pérdida de participación relativa del gasto en bienes dentro del costo total de la canasta de bienes y servicios del IPC refleja la moderación en los aumentos de los precios de los alimentos, que pasaron de un incremento promedio de 15,2% interanual en el primer trimestre del 2023 a 7,3% en el segundo. Además, influyó la caída promedio de 24,6% en el precio de los combustibles durante este último lapso, que contrasta con el crecimiento de 0,5% en el primer trimestre. En junio los alimentos y combustibles registraron variaciones interanuales de 3,9% y -28,8%, en ese orden.

⁴⁸ 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 agrícolas y combustibles, reponderación por volatilidad, reponderación por persistencia y media truncada.

⁴⁹ En el segundo trimestre del 2023 los precios de los servicios crecieron a una tasa interanual promedio de 2,5% y los de los bienes disminuyeron -0,6%. Estos últimos tienen una ponderación en la canasta del IPC de 54%.

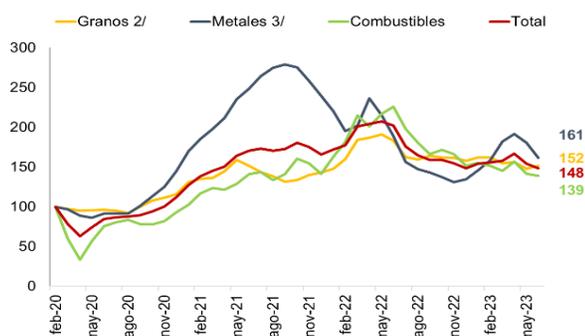
La tendencia a la baja en los precios de los combustibles y de la electricidad⁵⁰ determinaron en gran parte la caída de 8,2% en la inflación del componente regulado del IPC durante el segundo trimestre (crecimiento de 2,0% en el anterior), mientras que la disminución del componente no regulado se asocia con el menor crecimiento del precio de los alimentos. Este último componente creció 2,8% durante el segundo trimestre, con lo cual mantuvo la desaceleración observada en los primeros tres meses del presente año.

La desaceleración de la inflación es explicada por la disipación de choques de oferta externos, las medidas de política monetaria y un efecto base.

Durante el segundo trimestre continuó la disipación de choques de oferta y costos externos que impulsaron el choque inflacionario del 2022, el cual se manifestó con mayor fuerza entre febrero y agosto de ese año. Entre otros, destacan la baja de los costos de transporte, la normalización en las cadenas de suministros y la reducción de los precios de las materias primas. Lo anterior propició un comportamiento a la baja en los precios de los alimentos y combustibles en el mercado internacional.

En Costa Rica, lo anterior se ha manifestado en un comportamiento descendente en el nivel del índice de materias primas importadas desde agosto del año anterior (Gráfico 19). En el segundo trimestre del año en curso dicho índice cayó 23,6% (-14,7% en el primero)⁵¹; en particular, los precios de los granos básicos bajaron 18,8% en el trimestre en cuestión, lo que se adiciona a la caída de 1,8% en el trimestre previo⁵², en tanto que el crudo WTI registró tasas de -31,8% y -18,1% en esos periodos. Por otra parte, el precio promedio del transporte por contenedor disminuyó 87,3% entre setiembre del 2021, cuando fue de USD 10.866, y USD 1.379 en junio del presente año.

Gráfico 19. Índice de precios de materias primas importadas¹
Febrero 2020 = 100



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

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

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

⁵⁰ El precio de la electricidad disminuyó 0,3% en términos interanuales en el segundo trimestre del 2023 (-5,8% en el primero de ese mismo año).

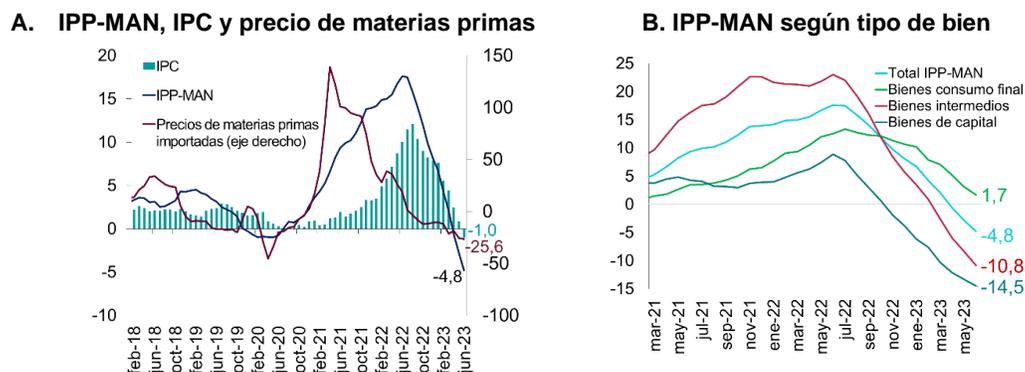
⁵¹ Entre julio del 2022 y junio del presente año ese índice disminuyó en promedio 13,3% (creció 30,5% en el primer semestre del 2022).

⁵² El Índice de precios de los alimentos de la FAO presentó una caída interanual promedio de 20,6% en el segundo trimestre del 2023, que se añade a la disminución de 10,9% en el primer trimestre.

En línea con la reversión de los choques de oferta de origen externo, el Índice de precios del productor de la manufactura (IPP-MAN) se ha desacelerado desde el segundo semestre del 2022⁵³ (Gráfico 20.A). En el segundo trimestre del 2023 ese comportamiento se reforzó, con una variación interanual promedio de -2,8% (4,3% en el trimestre anterior). En forma congruente, al desagregar este indicador por tipo de bien, se observa que la magnitud a la que se transmiten los mayores costos de los bienes de consumo final manufacturados a los precios medidos con el IPC ha tendido a moderarse⁵⁴ (Gráfico 20.B).

Gráfico 20. Precios del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Factores del ámbito interno también contribuyeron en la caída de la inflación, entre ellos el efecto de las medidas de política monetaria, sobre todo de los incrementos en la TPM, la apreciación del colón desde julio del año pasado y la presencia de un efecto base debido a que el choque inflacionario del 2022 se manifestó con mayor fuerza entre febrero y agosto de ese año⁵⁵.

⁵³ La desaceleración del IPP-MAN se manifestó con mayor intensidad en su componente no alimenticio que en el alimenticio, con una variación interanual en junio del 2023 de -10,4% y -0,1% en ese orden, desde 18,0% y 17,1% en julio del 2022.

⁵⁴ El subíndice de precios de bienes de consumo final, que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC, creció en junio a una tasa interanual de 1,7% (10,7% en diciembre del 2022). Sin embargo, su desaceleración es menor en comparación con los bienes intermedios y de capital, que presentan tasas negativas (el primero desde marzo pasado y el segundo desde noviembre del 2022).

⁵⁵ Ese choque incrementó de manera significativa el nivel del IPC, que en agosto del 2022 se ubicó en 113,06 (100,83 un año antes). Con la disipación gradual de este choque, se ha observado una reducción, también gradual, en el nivel de dicho índice (entre setiembre del 2022 y junio del 2023 disminuyó mensualmente en promedio 0,3 puntos), lo que llevó incluso a una variación interanual negativa en junio pasado. Ahora bien, para evaluar el comportamiento que habría tenido el nivel del IPC en ausencia del incremento y caída de los niveles de precios observados entre enero del 2022 y junio del 2023, se calculó la tasa de variación mensual promedio correspondiente a este período (0,3%). Se utilizó esta tasa para construir una trayectoria alternativa del nivel del IPC. Del ejercicio se infiere que, en términos interanuales, la inflación se habría ubicado en agosto del 2022 en 5,3% (inferior en 6,8 p.p. a la observada) y la de junio del 2023, en 4,1% (superior en 5,1 p.p. a la registrada).

El aumento de 825 p.b. en la TPM entre diciembre del 2021 y octubre del 2022 propició una postura restrictiva de la política monetaria a partir de noviembre del año pasado, la cual prevalece a pesar de la reducción acumulada de 200 p.b., desde marzo del presente año (250 p.b. al 31 de julio de 2023) en dicho indicador acordada en las reuniones de política monetaria realizadas entre marzo y junio del presente año. Esta postura restrictiva permitió moderar las presiones de demanda agregada, lo cual coadyuvó a contener los efectos inflacionarios de segunda ronda.

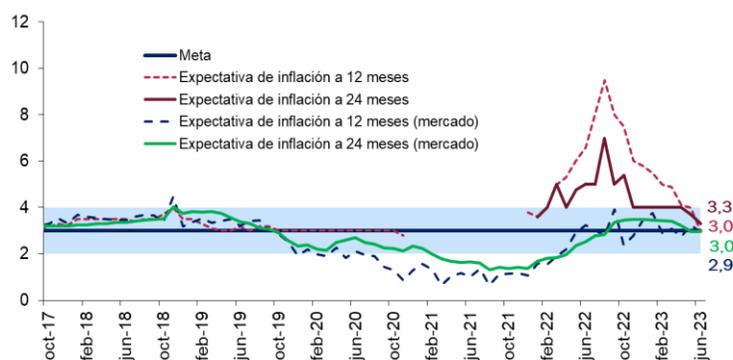
Prospectivamente, la reducción de la presión inflacionaria se manifiesta en las expectativas de inflación, generadas a partir de la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios. En junio último la mediana de las expectativas a 12 y 24 meses fue de 3,0% y 3,3% respectivamente, desde los máximos registrados en agosto del 2022, de 9,5% y 7,0% en ese orden. De igual forma, la expectativa inflacionaria estimada a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativa de mercado) para el horizonte de 12 y 24 meses se ubicó en torno a 3,0% en los últimos meses (Gráfico 21).

Por último, es importante mencionar que, aunque la inflación general se ha desacelerado en forma sostenida desde setiembre pasado, la inflación que enfrentan los hogares varía en función de las diferencias en sus niveles de ingreso y a su correlación con los patrones de consumo. En este sentido, la cuantificación de dicha variable cambia depende de si se toma como referencia el IPC o las estructuras de consumo por niveles de ingreso de los hogares (bajo, medio y alto).

En general, la magnitud de dicha diferencia se asocia a su vez a las especificidades de la canasta de bienes y servicios que se utiliza en cada uno de esos indicadores para representar los patrones de consumo de la población de referencia, así como a la ponderación de los bienes y servicios en cada canasta. Este tema se analiza en el Recuadro 2 que se presenta seguidamente.

Gráfico 21. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹ y mercado

Variación interanual, en porcentajes



¹La Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio se suspendió de diciembre del 2020 a noviembre del 2021 y fue reanudada en enero del 2022 para horizontes de 12 y 24 meses para la inflación y de 3 y 12 meses para el tipo de cambio (en diciembre del 2021 se consultó las expectativas de inflación solo a 12 meses). Al respecto, ver: [“Suspensión de la encuesta Expectativas de inflación y tipo de cambio”](#) y [“Banco Central reanuda Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio”](#).

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 2. Variación de precios por estrato de ingreso de los hogares

Los hogares costarricenses no experimentaban desde el 2008⁵⁶ una inflación como la observada en agosto del 2022, cuando esta, medida como la variación interanual del IPC, ascendió a 12,1% (3,3% al término del 2021). Aunque posteriormente este indicador empezó a desacelerar hasta ubicarse en junio pasado en -1,0%, la persistencia del incremento en los precios de los alimentos y bebidas ha impactado el poder adquisitivo de los hogares, en especial de aquellos con menores ingresos, tal como se detalla a continuación.

La variación de precios por estrato de ingreso de los hogares, calculada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)⁵⁷, muestra que los de menores ingresos afrontaron durante el 2022 y en los primeros cinco meses del 2023 un mayor aumento de precios en comparación con los de mayores ingresos.

Como se observa en el Cuadro 2.1, los precios de la canasta de consumo de las familias de menores ingresos aumentaron en términos interanuales 9,9% al término del 2022 (2,9% un año atrás) y 3,7% en mayo del 2023. Para los hogares con ingresos altos las variaciones de precios de su canasta de consumo en esos mismos lapsos fueron 6,9% y -1,0%, mientras que los hogares de ingresos medios percibieron un aumento de 8,0% y 1,4%, tasas que se aproximan a la variación del IPC en los periodos indicados (7,9% y 0,9%).

Cuadro 2.1. Ingreso promedio mensual y variación de precios por estrato de ingreso -colones y variación interanual (en porcentaje)-

Estrato de Ingreso	Ingreso corriente (promedio mensual por hogar) ¹	Variación interanual del IPC		
		2021 ²	2022 ²	2023 ³
Ingresos bajos	₡308 924	2,9	9,9	3,7
Ingresos medios	₡760 313	3,1	8,0	1,4
Ingresos altos	₡2 395 231	3,7	6,9	-1

¹Ingreso corriente mensual promedio por hogar sin valor locativo según la Encuesta nacional de ingreso y gasto de los hogares 2018 (Enigh 2018). Esta es la encuesta base utilizada por el INEC para calcular las canastas de consumo según estrato de ingreso. El valor locativo es el valor de mercado que el propietario de una vivienda propia estaría dispuesto a pagar por ella si tuviera que alquilarla.

²Datos a diciembre.

³Datos a mayo.

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

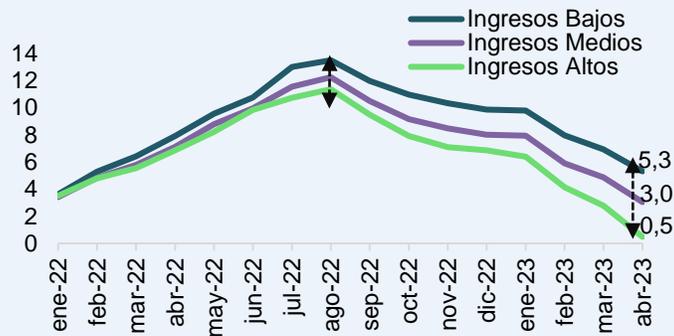
Conforme aumentó la inflación, se amplió la brecha entre las presiones inflacionarias de los hogares con ingresos bajos y aquellos con ingresos altos (Gráfico 2.1). Así, mientras que en enero del 2022 la variación de precios en todos los estratos de ingreso era similar, en agosto de ese año la brecha fue de 2,1 p.p. y, si bien a partir de dicho mes la inflación se ha desacelerado para todos los estratos de ingreso, la brecha aumentó hasta ubicarse en 4,7 p.p. en mayo del año en curso.

⁵⁶ En octubre del 2008 se registró una inflación de 16,3%, esto en el contexto de la crisis financiera internacional.

⁵⁷ INEC (2023), "Estudio de variaciones de precios de bienes y servicios por estrato de ingreso base diciembre 2020". https://admin.inec.cr/sites/default/files/2023-05/meeconomcanastabasediciembre2020_0.pdf

Esa ampliación de la brecha se debe a que los hogares de ingresos bajos destinan una mayor proporción de sus ingresos a la compra de alimentos y bebidas no alcohólicas (37,0%), en comparación con los de ingresos más altos (Gráfico 2.2), cuyos precios registraron un fuerte incremento en el 2022 (19,1% a diciembre) y aunque han tendido a desacelerarse, en mayo del 2023 presentaron la variación de precios más alta (7,5%) de todas las divisiones de consumo. Los artículos con mayor aporte a la variación interanual de los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas en mayo fueron: papa, huevos, frijoles, cebolla, queso, leche, aceite, pan salado y café, bienes que representan 10,0% del gasto total de los hogares de menores ingresos y 3,0% del de los hogares con mayores ingresos.

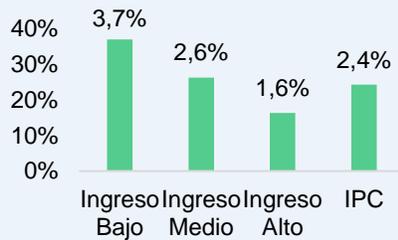
Gráfico 2.1. Brecha en la variación de precios por estrato de ingreso
-variación interanual, en porcentaje-



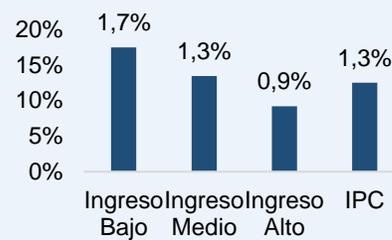
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del INEC.

Gráfico 1.2. Proporción del gasto de los hogares en alimentos y bebidas no alcohólicas, alquileres y transporte, mayo del 2023

A. Alimentos y bebidas no alcohólicas
(variación interanual de precios: 9,9%)

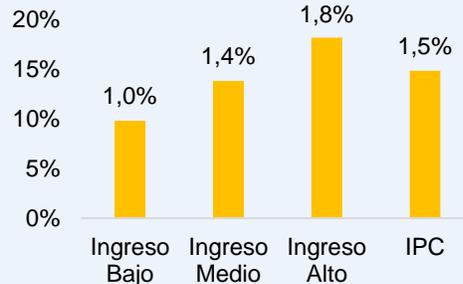


B. Alquiler y servicios de vivienda
(variación interanual de precios: 1,5%)



C. Transporte

(variación interanual de precios: -9,8%)



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

La segunda categoría de consumo en importancia para los hogares de menor ingreso es la de alquiler y servicios de la vivienda, que representa 17,5% de su gasto total; sin embargo, el aumento en el precio de estos servicios durante el periodo en comentario fue menor que el de otros bienes y servicios. Por su parte, el gasto en transportes es el tercero en importancia para este estrato, con una participación de 9,8%.

En el caso de los hogares con ingresos más altos, la distribución del gasto es diferente. La primera categoría de consumo en importancia es el transporte, con un 18,1%, lo cual se relaciona con el componente de automóviles y uso de transporte privado. Los alimentos y bebidas no alcohólicas tienen menos relevancia para este grupo tanto en comparación con los hogares con ingresos medios como los de ingresos bajos.

Conclusión

A pesar de que la variación de precios considerada en el IPC según bien y servicio es la misma para todos los hogares, no todos dedican la misma proporción del gasto a la compra de ellos, por lo que, algunos se ven perjudicados más que otros del aumento en precios en determinados productos, o bien se benefician en mayor medida de la rebaja en precios.

Los hogares con ingresos altos han sido favorecidos por la rápida disminución en la variación de los precios del transporte⁵⁸, pues ello ha incidido en el descenso más rápido de la inflación que enfrenta este grupo. Caso contrario es el de las familias con menores ingresos, toda vez que los alimentos y bebidas no alcohólicas, que tienen el mayor peso relativo para este estrato, han desacelerado sus precios, pero a un ritmo más lento y todavía su variación es positiva, razón por la cual estos hogares afrontaron una mayor pérdida de poder adquisitivo con respecto a los de ingreso medio y alto.

Lo anterior significa que los hogares de menores ingresos han sido doblemente golpeados en los últimos tres años pues fueron los más afectados por la pérdida de empleos y caída de sus ingresos debido a la pandemia del COVID-19⁵⁹ y posteriormente han enfrentado una mayor pérdida de su poder adquisitivo. Además, tienen menos acceso al crédito⁶⁰ y su capacidad de ahorro es más limitada⁶¹, por lo que preservar sus hábitos de consumo es aún más difícil. En contraste, los hogares de ingreso medio y alto poseen mayor capacidad de ahorro y acceso a fuentes de financiamiento.

Por tanto, los esfuerzos del Banco Central de Costa Rica por mantener una inflación baja y estable no solo atienden la vulnerabilidad de los hogares de menores ingresos, sino que contribuyen a reducir la desigualdad.

⁵⁸ Este rubro pasó de una tasa máxima de variación en agosto del año pasado (25,3%) a una caída de 9,8% en abril del año en curso. Este rápido descenso tuvo la mayor incidencia en la disminución de la inflación general.

⁵⁹ Según información de empleo e ingresos de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) 2019-2021.

⁶⁰ Según la Encuesta Financiera a Hogares 2022 (ENFIHO), los hogares de menores ingresos realizaron una menor cantidad de solicitudes de crédito en los últimos dos años que los hogares de ingreso medio y alto. Además, la tenencia de tarjetas de crédito en los hogares del estrato bajo representa apenas el 8,7% del total.

⁶¹ Según el ejercicio de "Medidas distributivas de las cuentas nacionales del sector hogares 2018 para Costa Rica", la tasa de ahorro calculada por quintil de ingreso equivalente mostró que todas son negativas (su gasto superó los ingresos), excepto para el quinto quintil (hogares con mayores ingresos).

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

Entre abril y julio del 2023 el BCCR redujo la TPM en un acumulado de 200 p.b. con lo cual continuó el ajuste a la baja iniciado en marzo de este mismo año. Con base en el comportamiento reciente de la inflación, la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, el BCCR consideró que existía espacio para que la postura de política monetaria fuera menos restrictiva.

En este lapso la liquidez del sistema financiero se mantuvo holgada debido, principalmente, al efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR. Dicha compra se dio en un contexto de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, explicada principalmente por operaciones del sector real, en particular, una mayor liquidación neta de divisas del comercio exterior de bienes y servicios. Este resultado es 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 los cuatro meses que concluyen en julio el BCCR redujo la TPM por un acumulado de 200 p.b., lo cual ubicó dicho indicador al término de ese mes en 6,5%.

El Banco Central ejecuta su política monetaria sobre la base de un esquema de meta de inflación, en el que utiliza a la TPM como el principal instrumento para controlar presiones de demanda agregada y, de esta forma, influir sobre la inflación.

En los cuatro meses que concluyen en julio, la Junta Directiva redujo la TPM en tres ocasiones, 100 p.b. en su reunión de política monetaria del 20 de abril y 50 p.b. en cada una de las siguientes (14 de junio y del 26 de julio). A ello se añade la disminución de 50 p.b. aprobada en la reunión del 15 de marzo (Cuadro 2).

La Junta Directiva consideró que existía espacio para propiciar una postura monetaria menos restrictiva, ante el comportamiento de la inflación y la evolución prevista para esta variable y sus determinantes. En particular, tanto la inflación como las expectativas inflacionarias mostraban un comportamiento decreciente y, además, en abril los modelos de proyección del Banco Central hacían previsible el ingreso de la inflación al rango de tolerancia alrededor de la meta antes de lo previsto en las reuniones de política monetaria de enero y marzo del presente año, mientras que en junio y julio señalaban que en lo que restaba del 2023 la inflación general se ubicaría por debajo del límite inferior de dicho rango.

No obstante, con excepción de la discusión realizada en julio, la Junta Directiva advirtió que, aunque la reducción observada en la inflación ha sido más rápida de lo previsto en las reuniones de política monetaria previas, estimaba que el balance de riesgos para la proyección de inflación en el mediano plazo estaba inclinado al alza y su materialización podría elevar nuevamente la inflación a valores por encima del límite superior del rango

de tolerancia. En julio, si bien esos riesgos se inclinaron a la baja, el directorio consideró crítico mantener la prudencia en los ajustes de la TPM.

Adicionalmente, señaló que en el comportamiento interanual de la inflación en el 2023 está presente un “efecto base” que introduce una fuerza inercial hacia la baja, específicamente en el segundo y tercer trimestre del año, por lo que es altamente probable que en lo que resta del año la inflación continúe en valores por debajo del límite inferior del rango de tolerancia y retorne a ese rango en el 2024.

Cuadro 2. Nivel y modificaciones de la TPM entre enero y julio del 2023

En porcentajes y puntos porcentuales

Fecha del acuerdo	Modificación (en puntos base)	Nivel de TPM (en porcentajes)	Vigente desde	Enlace al sitio web del Banco
25/01/2023	0	9,0	27/10/2022	Comunicado de política monetaria N°1-2023
15/03/2023	-50	8,5	16/03/2023	Comunicado de política monetaria N°2-2023
20/04/2023	-100	7,5	21/04/2023	Comunicado de política monetaria N°3-2023
14/06/2023	-50	7,0	15/06/2023	Comunicado de política monetaria N°4-2023
26/07/2023	-50	6,5	27/07/2023	Comunicado de política monetaria N°5-2023

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

En el segundo trimestre del 2023 el sistema financiero continuó con una condición holgada de liquidez, que se reflejó en la posición deudora neta del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)⁶².

En el primer mes y medio del 2023 el BCCR registró una posición deudora neta en el MIL por un monto promedio de ¢337.029 millones, similar a la del año previo (¢359.241 millones). Sin embargo, entre el 22 de febrero y el pasado 16 de julio se amplió esa condición hasta alcanzar un promedio de ¢670.482 millones (Gráfico 22.A).

El aumento en la liquidez en este segundo lapso ha estado determinado por la compra neta de divisas efectuada por el BCCR en Monex (USD 1.797,4 millones, aproximadamente ¢979.750 millones). Este efecto expansivo fue neutralizado parcialmente por el incremento en el saldo de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y en los depósitos mantenidos por el Ministerio de Hacienda en el BCCR⁶³.

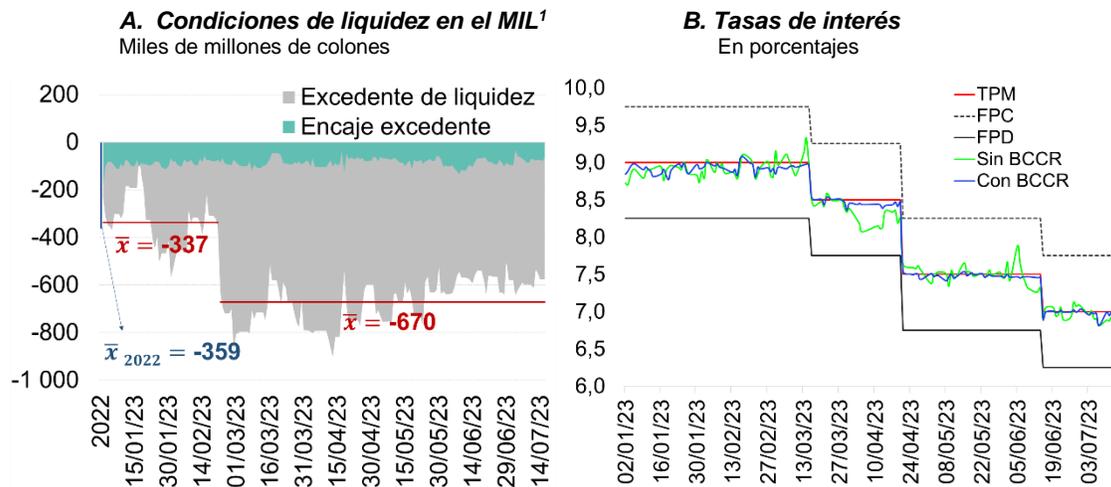
⁶² El BCCR gestiona las condiciones de liquidez mediante operaciones en el MIL y en el mercado de deuda. A mediano plazo la liquidez también está influida por las variaciones en la tasa de encaje.

⁶³ Entre el 21 de febrero y el 16 de julio el saldo de BEM aumentó en ¢248.626 millones y el del Fondo General en ¢523.600 millones.

Las tasas de interés de las operaciones en el MIL en colones a un día plazo presentaron brechas bajas en relación con la TPM, de 5 y 7 p.b., en ese orden, lo cual depende de si el indicador de tasa de interés efectiva incluye o no las operaciones en las que el BCCR es contraparte de otro participante en el MIL (Gráfico 22.B).

A partir del 31 de marzo del 2023 el BCCR habilitó la facilidad de crédito a 84 días plazo (a una tasa de TPM + 475 p.b.), pero los intermediarios no han requerido recursos a este plazo.

Gráfico 22. Indicadores del MIL en colones



¹ El faltante o excedente de liquidez en el MIL se estima mediante la participación neta del BCCR; si es deudor neto indica que hay un excedente y viceversa.

FPC: facilidad permanente de crédito; FPD: facilidad permanente de depósito; Sin BCCR: tasas de interés del MIL que excluye las operaciones con el BCCR; con BCCR: tasas de interés del MIL que incluye las operaciones con el BCCR.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En materia de encaje mínimo legal, durante el periodo en comentario el BCCR mantuvo la tasa en 15%, tanto para las operaciones denominadas en colones como en dólares. Sin embargo, acordó eliminar la exención de este requisito a las cooperativas de ahorro y crédito supervisadas por la Sugef a partir de abril del 2024⁶⁴ y, además, que desde enero del 2024 la reserva de liquidez deberá ser constituida en su totalidad en depósitos en el MIL a plazos de 28 días y más⁶⁵.

⁶⁴ Esta disposición fue tomada en el artículo 8 de la sesión 6121-2023, del 25 de mayo del 2023. La medida se aplicará a partir de abril del 2024 con una gradualidad semestral del 1,5%, de forma tal que en el periodo 2024-2028 estos entes deberán cumplir con el encaje y con la reserva de liquidez (la tasa conjunta debe ser de 15%).

⁶⁵ Las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito que están exentas del encaje mínimo legal deben cumplir con una reserva de liquidez en un porcentaje igual al que aplique para el encaje y en las condiciones que defina la Junta Directiva del BCCR.

2.3. Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario

El mercado cambiario mantiene una alta disponibilidad de dólares, aunque a partir de mayo el superávit es menor en relación con lo observado en los meses previos.

En lo transcurrido del 2023 (al 25 de julio) el superávit promedio diario de las operaciones del público con los intermediarios cambiarios fue de *USD 30,8 millones*, superior al de igual lapso del 2022 (*USD 10,5 millones*) y al del segundo semestre de ese mismo año (*USD 20,6 millones*), aunque a partir de mayo tendió a disminuir⁶⁶, lo cual es consecuente con la regularidad que presenta esta variable. Al 25 de julio el superávit acumulado fue de *USD 4.367,6 millones*.

Este excedente denota, principalmente, una mayor oferta, cuyo promedio diario pasó de *USD 107 millones* en el segundo semestre del 2022 a *USD 119,8 millones* en lo que va del presente año, en tanto que la demanda promedio diaria aumentó de *USD 87 millones* a *USD 89,1 millones* (Gráfico 23.A) en los mismos periodos.

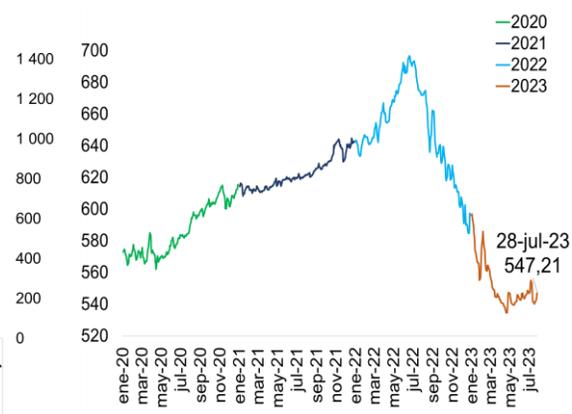
Como se indicó en el informe de abril, ese comportamiento responde a una mayor liquidación neta de divisas asociadas a operaciones del sector real de la economía, consecuente, entre otros, con la recuperación de la industria de turismo receptivo, la evolución de las exportaciones y de la inversión directa.

Gráfico 23. Indicadores del mercado cambiario

A. Oferta, demanda y resultado neto de las Operaciones cambiarias en ventanilla¹
Millones de USD



B. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por USD



¹ Los datos de julio del 2023 están al día 25.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁶⁶ En los primeros cuatro meses del 2023 el superávit promedio diario fue de *USD 32,3 millones*, y luego disminuyó a *USD 28,6 millones* entre el 1 de mayo y el 25 de julio.

En este contexto de alta disponibilidad de divisas, el Banco Central ha participado en el mercado cambiario como demandante neto⁶⁷. Al 25 de julio pasado había realizado compras netas por *USD 4.238,0 millones*⁶⁸.

Estas compras permitieron, por un lado, restituir las divisas vendidas al sector público no bancario (SPNB) en periodos previos (*USD 1.656,5 millones*) y, por otro, atender sus requerimientos contemporáneos y constituir una reserva para requerimientos futuros de estas entidades que eventualmente no pudieran ser atendidos de manera contemporánea en el mercado. Esta gestión de divisas por operaciones del SPNB, se manifestó como un incremento en el saldo de las RIN.

En adición a lo anterior, desde inicios de mayo, dada la disponibilidad de divisas, el Banco Central empezó a realizar compras para fortalecer aún más su nivel de RIN. Al 25 de julio, las compras por este concepto ascendieron a *USD 649,7 millones*. Cabe recordar que las reservas internacionales constituyen un seguro que permite a una economía amortiguar el impacto de eventuales choques adversos y, de esta forma, contribuyen a mantener la estabilidad macroeconómica del país.

Entre otras, esta consideración motivó a que la Junta Directiva acordara en marzo⁶⁹ dar seguimiento a las RIN con base en el indicador de reservas adecuadas calculado según la propuesta metodológica del FMI. Ese indicador incluye varias dimensiones de inestabilidad externa e interna y ha demostrado tener un buen desempeño al predecir de forma temprana episodios de crisis externas. Además, en esa ocasión la Junta Directiva acordó que en el largo plazo el saldo de RIN debe ubicarse entre 100% y 150% del valor considerado como el mínimo adecuado.

Al 25 de julio pasado el saldo de RIN ascendió a *USD 11.306,2 millones*, equivalente a 125,0% de ese mínimo. En la medida en que las condiciones económicas lo permitan, el Banco Central mantendrá su política de compra de divisas.

En este contexto, el 25 de julio el tipo de cambio promedio ponderado de Monex fue de *¢542,92*, lo que llevó a una variación acumulada de -9,1% con respecto a diciembre del 2022 (que se corresponde con una apreciación de 10,0%) e interanual de -19,5%. Este proceso de apreciación nominal del colón se observa desde inicios del segundo semestre del 2022, aunque con menor intensidad en el segundo trimestre del presente año (Gráfico 23.B). Cabe señalar que en otros países latinoamericanos también las monedas han tendido a apreciarse tal como se aprecia en el Gráfico 24.

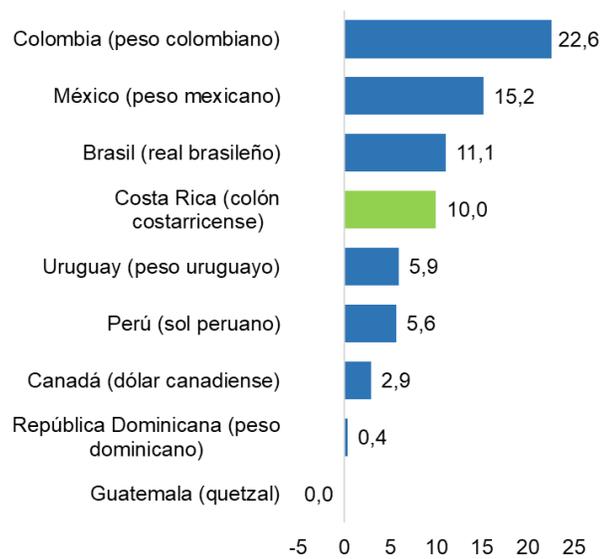
⁶⁷ De acuerdo con los artículos 87 y 89 de la LOBCCR, el BCCR está facultado a participar en este mercado con tres propósitos: i) atender sus requerimientos, ii) gestionar las divisas del SPNB y iii) acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio (estabilización).

⁶⁸ En las primeras 142 sesiones de Monex de 2023 el BCCR ha comprado el 71,0% del total negociado.

⁶⁹ Artículo 4 del acta de la sesión 6110-2023 del pasado 9 de marzo. Para mayor detalle sobre esta metodología, ver el Recuadro 1 del Informe de Política Monetaria de abril del 2023.

Gráfico 24. Tipo de cambio nominal en algunas economías

Apreciación (+) o depreciación (-) acumulada al 25 de julio del 2023



Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.



**CAPÍTULO 3.
PROYECCIONES Y ACCIONES DE
POLITICA**

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

A continuación, se presentan las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2023-2024 y los riesgos que condicionan su cumplimiento.

Las perspectivas de crecimiento económico mundial contemplan una desaceleración para el presente año. Adicionalmente, se espera que la inflación continúe a la baja, influida por las políticas monetarias restrictivas y la disminución en los precios internacionales de las materias primas, aunque se mantendría por encima de la meta en la mayoría de los países.

Para la economía nacional, se revisa al alza la proyección de crecimiento económico para el 2023 y el 2024, en el primero de estos años debido tanto a la demanda externa como a la interna y, en el segundo, principalmente por la evolución de esta última. Por su parte, el retorno de la inflación (general y subyacente) al rango de tolerancia alrededor de la meta, desde valores inferiores a ésta, sería más lento de lo estimado en el IPM de abril. Asimismo, las transacciones del país con el resto del mundo en estos años estarían determinadas por un buen desempeño de las exportaciones, en particular de los regímenes especiales, y por la reducción en la factura petrolera.

En el ámbito externo, persisten los riesgos asociados a la duración y magnitud de la postura restrictiva de la política monetaria y a los conflictos geopolíticos.

A lo interno, se ha acentuado, con respecto al informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño, en tanto que el relacionado con la resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia se ha disipado. Por otra parte, no se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria y se transmitan a las expectativas de inflación y, por esa vía, repercutan en la inflación.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

El crecimiento de la economía mundial se desaceleraría en el 2023 y la inflación continuaría su trayectoria a la baja, aunque se mantendría relativamente alta.

Según las proyecciones del FMI, el crecimiento mundial será de 3,0% tanto en el 2023 como en el 2024 (Gráfico 25). En comparación con las estimaciones de abril, esto representa una revisión al alza de 0,2 p.p. para el presente año, mientras que para el 2024 no hubo cambio. No obstante, con respecto al 2022 implica una desaceleración en ambos años.

Para las economías avanzadas, dicho organismo estima una desaceleración, pues luego de crecer 2,7% en el 2022, supone un crecimiento de 1,5% en el presente año y de 1,4% en el próximo. En particular, la estimación del 2023 para Estados Unidos fue revisada al alza hasta ubicarla en 1,8%, pero la del 2024 se ajustó a la baja hasta 1,0%. El ajuste refleja la fortaleza del consumo durante el primer trimestre del 2023.

Para la zona del euro, el FMI proyecta una marcada desaceleración en el 2023, con un crecimiento de 0,9%, para luego llegar a 1,5% en el 2024.

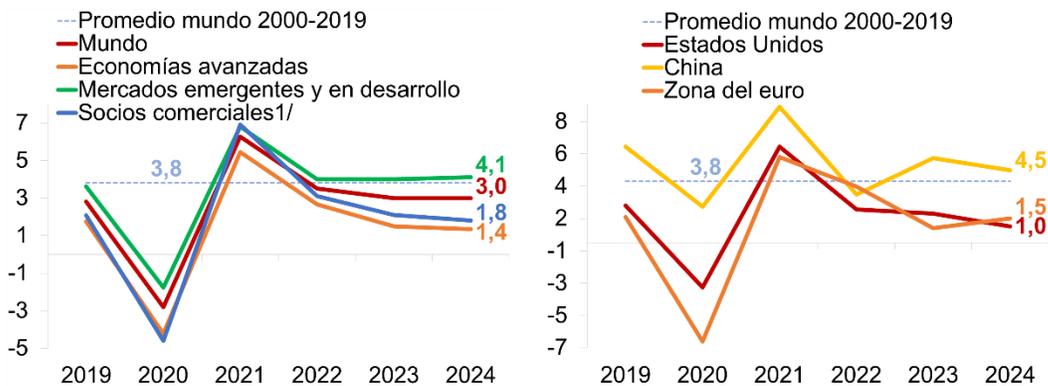
Por su parte, para las economías emergentes prevé un crecimiento de 4,0% y 4,1% para el 2023 y 2024, respectivamente. Específicamente, el crecimiento para China se mantiene en 5,2% y 4,5% en igual orden, debido a un mejor comportamiento en las exportaciones netas, que contrarresta el débil desempeño de la inversión. Por su parte, en América Latina y el Caribe, las estimaciones se ajustaron al alza a 1,9% en el 2023, mientras que se mantiene la del 2024 en 2,2%.

El crecimiento económico de los principales socios comerciales de Costa Rica se ubicaría en 2,1% y 1,8% en el periodo 2023-2024, respectivamente. Esas tasas significaron una mejora de una décima en relación con lo previsto en abril pasado.

Según el FMI, los riesgos sobre el crecimiento económico mundial continúan sesgados a la baja y están asociados principalmente a una inflación persistente, políticas monetarias más restrictivas, tensiones geopolíticas y financieras, así como posibles desastres naturales.

Gráfico 25. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024

Variación anual en porcentajes



^{1/}Crecimiento 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 mayo del 2023. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, julio del 2023.

Al igual que el FMI, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) estiman una desaceleración en el crecimiento mundial durante el 2023, en tanto que para el próximo año proyectan una ligera mejora. El primero de estos organismos revisó en junio, en el informe "Perspectivas económicas mundiales", sus proyecciones de crecimiento mundial para el 2023 y 2024 y las ubicó en 2,1% y 2,4%, respectivamente (3,1% en el 2022). El menor crecimiento durante el presente año respondería a los efectos de la elevada inflación, las políticas monetarias restrictivas y condiciones crediticias limitadas. También en junio la OCDE estimó un crecimiento de 2,7% y 2,9% para el 2023 y 2024, en ese orden (3,3% en el 2022).

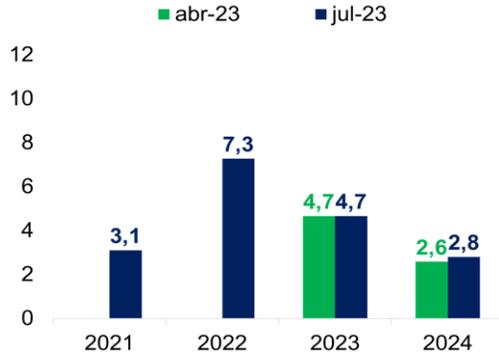
En relación con la inflación mundial, el FMI prevé que disminuya desde 8,7% en el 2022 hasta 6,8% en el 2023 y 5,2% en el 2024, con diferentes velocidades de ajuste entre los países (Gráfico 26). Las políticas monetarias restrictivas y la disminución en los precios

internacionales de las materias primas influirían en esta desaceleración de la inflación global.

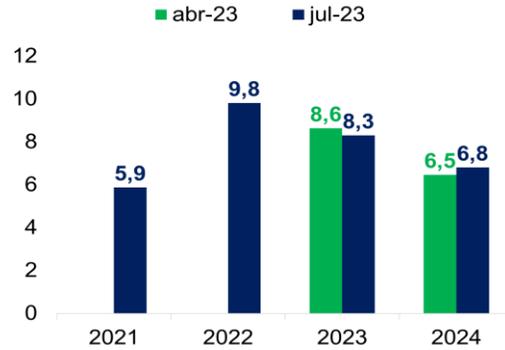
Gráfico 26. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024

En porcentajes

A. Economías avanzadas



B. Economías emergentes y en desarrollo



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, abril y julio del 2023.

También es de esperar condiciones financieras más restrictivas, dado el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías, que se complementa con el actual ciclo de incremento de las tasas de interés de referencia. No obstante, la desaceleración en los precios de las materias primas, en particular del petróleo, llevaría a una mejora de los términos de intercambio de Costa Rica en el 2023 (Cuadro 3).

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024

Variación interanual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de abril 2023 (en p.p.) ¹	
		2023	2024	2023	2024
Crecimiento mundial	3,5	3,0	3,0	0,2	0,0
Crecimiento Estados Unidos	2,1	1,8	1,0	0,2	-0,1
Crecimiento socios comerciales, promedio	3,1	2,1	1,8	0,1	0,1
Inflación mundial (promedio)	8,7	6,8	5,2	-0,2	0,3
Inflación economías avanzadas (promedio)	7,3	4,7	2,8	0,0	0,2
Inflación economías emergentes (promedio)	9,8	8,3	6,8	-0,3	0,3
Precio de hidrocarburos (USD)	118,7	103,5	100,4	-2,7	3,2
Variación %	56,6	-12,8	-3,0	-2,0	5,4
Términos de intercambio, variación %	-6,7	2,3	0,1	0,5	-0,4

¹En el caso del precio de hidrocarburos, las diferencias se presentan en USD.

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

3.2 Proyecciones para la economía nacional

Se revisa al alza la proyección de crecimiento económico para el 2023 y el 2024. El ajuste para el primer año combina un mejor resultado tanto de la demanda externa como de la interna, mientras que en el segundo influiría, principalmente, la evolución de esta última.

Para el bienio 2023 y 2024 se proyecta un crecimiento de 4,2% y 3,8%, que significa un aumento de 0,9 y 0,2 p.p., en ese orden, con respecto a la estimación presentada en abril pasado.

El crecimiento proyectado para el 2023 considera una mayor demanda externa por productos manufacturados y agrícolas, y de los servicios empresariales, aunada a un mayor crecimiento del turismo receptor (que se manifestaría en las actividades de hoteles y restaurantes, y transporte). Además, estima que la inversión y el consumo serían más dinámicos.

En el 2024 el PIB mostraría una ligera desaceleración con respecto al 2023. El crecimiento estimado para este año se sustentaría en la evolución de la demanda interna y, en menor medida, en la externa, pues las exportaciones estarían influidas por la desaceleración prevista en la actividad económica de los principales socios comerciales. De acuerdo con este pronóstico, el PIB todavía se ubicaría por debajo de su nivel potencial en el horizonte de proyección, por lo cual no habría presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Las proyecciones contemplan un aumento del ingreso nacional disponible bruto en volumen de 4,0% y 3,7% para el 2023 y 2024, en ese orden (3,0% y 3,8% en el IPM de abril), determinado por el crecimiento de la producción y la ganancia en la relación de los términos de intercambio, estimada en 2,3% y 0,1%⁷⁰ para estos años (ganancia de 1,8%. y 0,5% en el informe pasado).

Por componentes del gasto (Cuadro 4), destaca el mayor crecimiento previsto en este informe en el consumo privado y en la inversión privada, en comparación con lo proyectado en abril.

Los principales aspectos que justifican la revisión de la estimación del PIB para el 2023 y 2024, por componentes del gasto, se detallan seguidamente:

1. **Consumo de hogares.** En ambos años la revisión del pronóstico con respecto al informe de abril se relaciona con el resultado del ingreso real; particularmente, la estimación para el 2023 se ajustó al alza en 0,5 p.p.⁷¹ debido a la recuperación más rápida de dicha variable. Destaca en estas proyecciones el mayor aporte al

⁷⁰ Se prevé una mejora en la relación de términos de intercambio en ambos años, pero de mayor magnitud para el 2023. En ese año influiría la ganancia en la relación de precios de servicios determinada, en buena medida, por la reducción en el precio medio del servicio de transporte de carga marítimo, así como la mejora en la relación de bienes, que reflejaría la desaceleración en el precio internacional de las materias primas.

⁷¹ Aunque en lo que resta del 2023 el consumo seguirá mostrando cierta vulnerabilidad por los precios elevados de los alimentos y la prevalencia de tasas de interés altas en la primera parte del año, el crédito para consumo ha crecido y es previsible que este comportamiento se mantenga en el segundo semestre.

crecimiento del consumo de servicios de suministro de comida y bebidas, alquiler de vivienda, servicios de entretenimiento, productos alimenticios, enseñanza y salud, y compra de vehículos.

2. **Consumo del Gobierno.** El ajuste a la baja para el 2023, de 1,0 p.p., se relaciona con la reducción en el gasto de los servicios de salud por menores compras asociadas a la atención de la pandemia por la COVID-19. Adicionalmente, las entidades públicas dedicadas a las actividades de administración y enseñanza pública continuarían sujetas a la política de contención del gasto en remuneraciones y en compra de bienes y servicios. Para el 2024 se estima un crecimiento de 0,4%, que tiene implícito la continuidad de la directriz de contención en el gasto en los servicios de administración y educación. En el caso de los servicios de salud pública, de acuerdo con el ejercicio plurianual de la CCSS, se estima que se mantendrá el objetivo de asegurar los servicios continuos de salud para toda la población, lo cual conllevaría a un incremento en los gastos por remuneraciones y en la compra de bienes y servicios.
3. **Formación bruta de capital fijo.** En ambos años hay una revisión al alza debida al mejor desempeño previsto para la inversión en nuevas construcciones privadas, contrario a la inversión pública que mostraría una mayor caída⁷², aunado a un mayor crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo.
4. **Demanda externa.** La revisión al alza en esta variable en el 2023 se debe al crecimiento de la demanda externa, tanto de bienes como de servicios, mientras que en el 2024 incidiría principalmente la mayor demanda de bienes. Las exportaciones de bienes responderían al dinamismo en la demanda por productos manufacturados del régimen especial, como implementos médicos (válvulas cardíacas, catéteres), sumado a la recuperación en las ventas externas de banano y piña. Por su parte, las de servicios serían impulsadas por el desempeño de las empresas del régimen especial relacionadas con el área de informática y servicios empresariales, así como el mayor dinamismo estimado para el turismo receptor.
5. **Importaciones.** Al igual que en el caso de la demanda externa, la revisión al alza en esta variable se explica en el 2023 tanto por el componente de bienes como de servicios, mientras que en el 2024 incidirían principalmente los bienes. En estas últimas destacan las mayores importaciones de vehículos, productos alimenticios, así como materias primas vinculadas con la industria química y farmacéutica, manufactura de granos y cereales, productos lácteos y de la pesca, y combustible. Por su parte, en la revisión de las importaciones de servicios influyó el aumento estimado para los servicios profesionales, de apoyo empresarial y los de transporte.

⁷² Para el 2023, se revisó la inversión en nueva construcción privada de 3,0% en abril a 9,0% en este informe. El crecimiento se debió, principalmente, al segmento no residencial (edificios, locales comerciales y bodegas) y en menor medida edificaciones residenciales.

Por su parte, la inversión pública en nuevas construcciones caería 7,1% (-4,0% en abril) debido al efecto que tendría la contención del gasto en las instituciones sin fines lucro que sirven al Gobierno Central, así como la suspensión o avance más lento en proyectos relacionados con la construcción de carreteras y puentes y la mayor contracción en la construcción de centros de salud. Para el 2024 se estima un crecimiento en la nueva construcción privada similar al del informe de abril (3,2%) y un aumento de 1,6% de la inversión en infraestructura pública (2,5% en abril).

Cuadro 4. PIB por componentes del gasto 2023-2024

Variación interanual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de abril 2023 (en p.p.)	
	2022	2023	2024	2023	2024
Producto interno bruto	4,3	4,2	3,8	0,9	0,2
Consumo de hogares	3,3	3,8	3,7	0,6	-0,1
Consumo de gobierno	1,9	0,2	0,4	-1,0	0,4
Formación bruta de capital fijo	0,8	7,4	5,4	2,9	1,0
Variación de existencias (% de PIB)	0,3	0,2	0,3	-0,3	-0,3
Exportaciones	12,2	11,7	6,9	2,9	1,8
Bienes	6,8	13,2	7,4	3,8	3,0
Servicios	21,2	9,4	6,3	1,5	0,1
Importaciones	3,5	9,9	6,0	1,9	2,0
Bienes	1,1	10,4	6,7	1,7	2,6
Servicios	13,0	8,1	3,2	2,9	-0,3
Ingreso disponible bruto real	1,3	4,0	3,7	1,0	-0,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por actividad económica, la revisión al alza en el crecimiento del 2023 se relaciona con la manufactura, construcción, y los servicios provistos por hoteles y restaurantes. En el 2024 se revisa la expansión del PIB por el aumento previsto en la manufactura, ligeramente compensado por la desaceleración estimada en la agricultura (Cuadro 5).

Con respecto a las proyecciones del PIB para el 2023 y el 2024, según la actividad económica, destaca lo siguiente:

- 1. Manufactura.** En ambos años se revisa al alza el pronóstico. En el 2023, debido a un mejor desempeño en la producción de las empresas del régimen especial que atenuó la menor previsión para el régimen definitivo, el cual sería afectado por la contracción en la demanda local de caucho y papel. Para el 2024, se espera que la actividad de las empresas del régimen especial crezca, congruente con la evolución de la demanda externa, en tanto que la del definitivo registraría una menor caída.
- 2. Construcción.** Se revisa al alza el crecimiento estimado para el 2023, por cuanto el resultado del segundo trimestre para la construcción con destino privado fue superior al previsto, específicamente en el segmento no residencial (edificios, locales y bodegas), así como en edificios de apartamentos y viviendas para el grupo de ingresos altos. La construcción con destino público, por el contrario, caería más de lo estimado en el informe pasado debido a la menor ejecución en proyectos de carreteras caminos y puentes a cargo del MOPT y obras para la atención de la salud humana. Para el 2024, se prevé una ligera desaceleración, principalmente por el menor avance previsto en la ejecución de proyectos de inversión con destino público (construcción de carreteras, caminos y puentes).
- 3. Hoteles y restaurantes.** La revisión al alza para el 2023 se asocia con el aumento de 20,0% en el turismo receptor (9,2% en el informe pasado), aunado al crecimiento de la demanda interna por los servicios de restaurantes. Congruente con la estimación de ingreso de turistas (crecimiento de 18%) y la demanda interna por estos servicios, para el 2024 se mantiene el crecimiento estimado en el informe de abril.

4. **Agropecuario.** La revisión al alza para el 2023 combina la reducción en el precio de los fertilizantes⁷³ con mejores condiciones climáticas en la primera parte del año, a las previstas en el informe pasado⁷⁴, lo que se reflejó en un incremento en la productividad por hectárea en actividades como café, hortalizas, raíces y tubérculos. Adicionalmente, la estabilización de precios de banano y piña en el mercado internacional contribuyó a un incremento en la oferta exportable de estos productos. Por su parte, el aumento en el 2024 se sustenta en la recuperación de la producción de banano y piña, además del impacto positivo en la producción pecuaria debido a la estabilización de los precios de sus insumos.
5. **Transporte.** Esta actividad se ajusta al alza en ambos años, pero en mayor medida en el 2023, debido al aumento de la demanda interna y al mayor flujo de turistas, que influirían en las actividades de servicios de transporte terrestre de personas por autobuses y taxis y, en menor medida, por el servicio de transporte de carga ligado al comercio exterior. Estos mismos aspectos, aunados a las actividades de apoyo al transporte y de mensajería, explican el ajuste en el 2024.
6. **Servicios empresariales.** El ligero ajuste al alza para el 2023 y a la baja para el 2024 responde al comportamiento de las exportaciones de servicios de empresas de los regímenes especiales. Particularmente, para el 2024 se prevé una desaceleración congruente con el menor crecimiento proyectado para los socios comerciales.
7. **Comercio.** El crecimiento esperado para esta actividad en ambos años es similar a lo proyectado en el IPM de abril. Dicho crecimiento estaría influido por la evolución de las actividades agropecuaria, de la construcción, y hoteles y restaurantes, las cuales tienen un alto encadenamiento con el comercio.

⁷³ A junio hubo una reducción de 37,9%, que se compara con un aumento de 128,4% en igual periodo del 2022. "Pink Sheet Data" Banco Mundial <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>

⁷⁴ A pesar del pesimismo de los productores locales acerca de la incidencia del fenómeno El Niño-Oscilación del Sur (ENOS), durante el primer semestre prevaleció la fase débil a neutra de La Niña, lo cual resultó en una mejor producción que la estimada. Sin embargo, este informe estima que el resultado del 2023 continuará condicionado por los cambios en los patrones climáticos ocasionados por el fenómeno ENOS, que se espera tengan su mayor intensidad en la segunda parte del año. Instituto Meteorológico Nacional de Costa Rica. (2023). *Perspectiva Climática Anual 2023*. <https://www.imn.ac.cr/documents/10179/29806/Perspectiva+clim%C3%A1tica+anual+2023/c1007a2f-bdc7-4316-86cd-d5baf1846a44>, y Organización Meteorológica Mundial. (Abril, 2023). *El Niño/La Niña Hoy*. <https://public.wmo.int/es/el-ni%C3%B1o-la-ni%C3%B1a-hoy>

Cuadro 5. PIB por actividad económica, 2023-2024

Variación interanual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de abril 2023 (en p.p.)	
	2022	2023	2024	2023	2024
Producto interno bruto	4,3	4,2	3,8	0,9	0,2
Agricultura	-4,1	0,8	1,1	0,4	-0,7
Manufactura	3,1	6,0	2,8	2,5	1,6
Construc.	-5,9	7,5	3,1	5,4	-0,1
Dest. Privado	-4,9	9,0	3,2	6,0	0,0
Dest. Público	-15,3	-8,6	1,7	-1,8	-0,8
Comercio	3,1	2,7	2,8	-0,2	0,0
Transp.	8,2	2,1	3,9	1,1	0,2
Hot. y Rest.	14,9	9,5	11,6	2,8	0,0
Serv. empresariales	7,5	7,6	7,1	1,1	0,2
Resto ^{1/}	4,7	2,9	3,1	0,1	-0,2

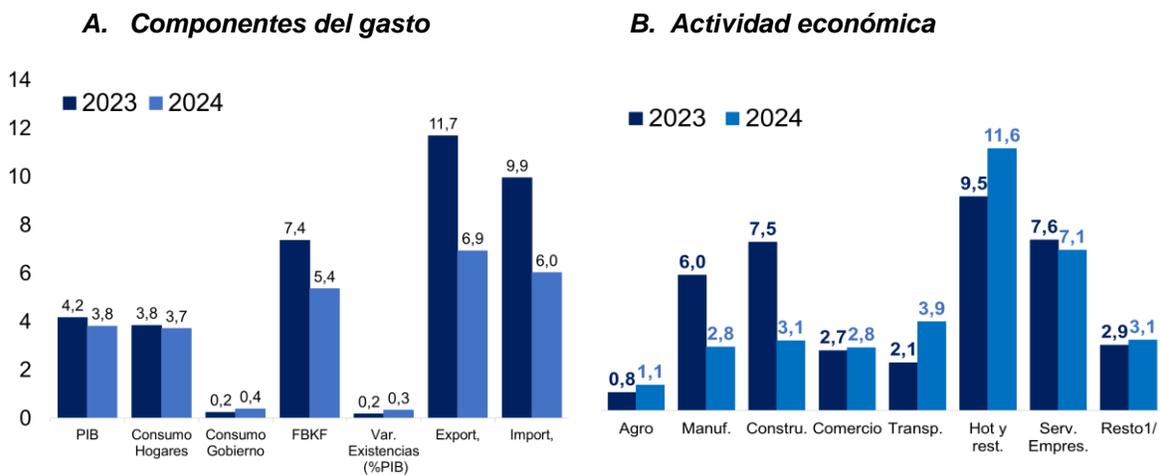
¹ Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, administración pública, educación y salud, actividades artísticas, de entretenimiento, recreativa; hogares como empleadores, e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Gráfico 27 resume el crecimiento estimado para el PIB en este informe para los años 2023 y 2024, tanto por componentes del gasto como por actividad económica.

Gráfico 27. PIB por componentes del gasto y actividad económica

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

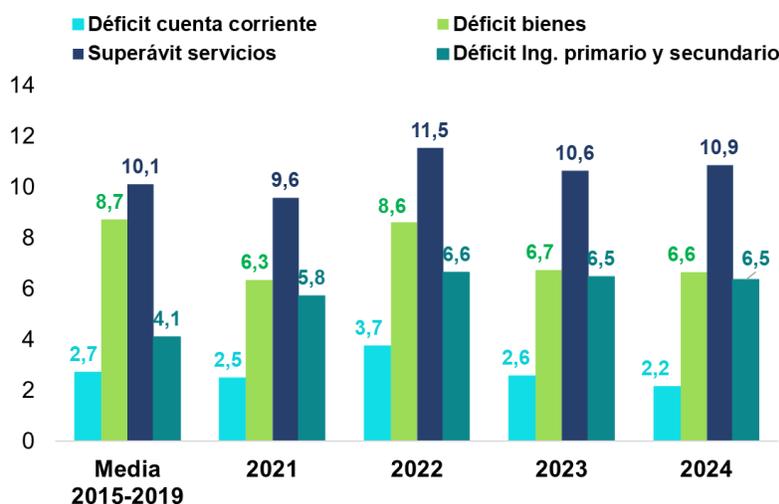
Pese a la desaceleración proyectada para la actividad económica de los socios comerciales del país, la evolución de los principales indicadores del sector externo en el 2023-2024 estaría determinada por un buen desempeño de las exportaciones, en particular de los regímenes especiales, y por la reducción en la factura petrolera, coherente con la mejora prevista en los términos de intercambio.

Se estima que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del PIB, se ubicaría en torno a 2,6% y 2,2% en el 2023 y 2024, respectivamente (Gráfico 28), ambos inferiores en comparación con el 2022 (3,7%). Estos resultados estarían sustentados en el menor déficit en la cuenta de bienes y del ingreso primario con respecto al PIB, dado que esta relación para el superávit promedio de los servicios sería menor.

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría en el bienio niveles promedio, con respecto al PIB, de 6,7% (8,6% en el 2022). Esta menor brecha se asocia con el buen desempeño de las ventas externas y la moderación en las importaciones. Las exportaciones crecerían a una tasa promedio interanual de 11,9%, lideradas por las ventas de las empresas adscritas a zonas francas (18,3% en promedio), principalmente de productos manufacturados, en especial de instrumentos y suministros médicos y dentales. En contraste, para el régimen definitivo se espera un menor crecimiento en los próximos dos años (1,3% en promedio para el bienio, 4,2% en el 2022). El desempeño de las exportaciones ha sido favorecido por el proceso de relocalización de algunas actividades desde el exterior hacia nuestro país, a pesar de la desaceleración esperada para la actividad económica de nuestros principales socios comerciales.

Gráfico 28. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2021 y 2022, y proyecciones para el 2023 y 2024.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las importaciones totales crecerían a una tasa interanual promedio de 9,7% durante el bienio (19,1% en el 2022). Este menor dinamismo se explica por la reducción en el crecimiento de las importaciones tanto del régimen definitivo (9,4% en promedio, en contraste con el incremento de 15,8% del 2022) como de los regímenes especiales (pasan de 24,4% en el 2022 a 13,6% en promedio en el bienio).

En el régimen definitivo sobresale la caída esperada en el valor de las importaciones de hidrocarburos. Se estima que la factura petrolera registraría un importe medio de USD 2.281,7 millones en el bienio, que significaría una reducción interanual media de 5,9% (0,7 p.p. del PIB en promedio). Este resultado combinaría la caída interanual del precio del barril de la mezcla del producto terminado (valor medio de USD 101,8 contra USD

119,0 en el 2022) y un incremento interanual promedio de 2,5% en la cantidad importada de barriles.

Por su parte, la cuenta de servicios generaría un superávit promedio en el bienio cercano a USD 9.683,0 millones, que representaría un incremento interanual medio de 14,1% y una relación media a PIB de 10,7% (11,5% del PIB en el 2022). Lo anterior estaría vinculado al crecimiento interanual promedio del superávit de las cuentas de viajes (27,0%) y del resto de los servicios (8,7%). Destacaría en este grupo el dinamismo de la exportación de los servicios de apoyo empresarial y de telecomunicaciones, información e informática.

Cabe señalar que las estimaciones de la cuenta de viajes para los dos años de pronóstico fueron revisadas al alza con respecto a lo publicado en abril (en 8,6% en promedio), debido a que los datos observados a mayo evidenciaron una recuperación del turismo receptivo más rápida de lo estimado con la información disponible en ese momento.

Para la cuenta del ingreso primario se prevé un déficit promedio de USD 6.371,7 millones, equivalente a 7,1% del PIB, debido al incremento en el monto correspondiente a los intereses de la deuda pública externa y a la mayor renta de la inversión directa. Esto es congruente con el mayor financiamiento externo esperado para el país, en un contexto de tasas internacionales de interés más altas.

En el 2023 ingresaría al país ahorro externo neto por un monto equivalente a 7,0% del PIB, lo cual ubicaría la razón del saldo de los activos de reserva con respecto a dicho agregado en 14,4% del PIB. En el 2024, pese a la disminución prevista de los flujos financieros, este cociente se mantendría en 13,2% del PIB.

En el 2023 el ingreso neto de recursos de la cuenta financiera rondaría los USD 6.052,0 millones, lo que representaría un incremento con respecto al año previo de 39,5% (Gráfico 29). Este financiamiento estaría dirigido tanto hacia sector público (4,0% del PIB) como al sector privado (3,0% del PIB).

El financiamiento externo al sector público en este año correspondería, en mayor medida, a los desembolsos programados para el Gobierno General (USD 4.402,6 millones), dentro de los cuales destacan dos colocaciones de títulos valores en el exterior por un total de USD 3.000 millones⁷⁵, así como créditos de apoyo presupuestario y vinculados a proyectos, por USD 1.402,6 millones. Estos inlujos serían parcialmente compensados por la cancelación realizada en enero pasado de títulos de deuda externa del Gobierno General (USD 1.000 millones) y la primera amortización (USD 137,5 millones) del préstamo otorgado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) al Banco Central.

Por su parte, en el sector privado el financiamiento externo estaría determinado por los flujos de inversión directa, con una participación media a PIB en el bienio de 4,2% (5,4% en el 2022), principalmente de empresas de la industria manufacturera y, en especial, de aquellas dedicadas a la producción de dispositivos médicos y de la industria electrónica de alta tecnología. Estas estimaciones de inversión directa serían congruentes con las previsiones de crecimiento de las exportaciones de las empresas amparadas a los

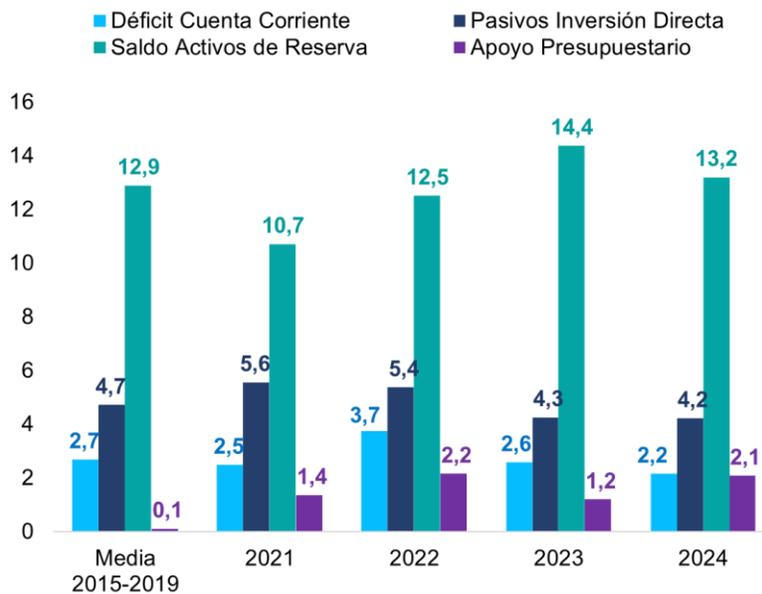
⁷⁵ De este monto ya fueron colocados USD 1500 millones.

regímenes especiales para este mismo período.

El menor ingreso neto de ahorro externo estimado para el 2024 ocurre, principalmente, por la mayor adquisición esperada de activos netos en el exterior por parte del resto del sector privado (una vez excluida la inversión directa) por 3,5 p.p. del PIB y, en menor medida, por la reducción en los desembolsos programados de deuda pública externa (1,2 p.p. del PIB). A pesar de la caída en el financiamiento externo, el saldo de los activos de reserva se ubicaría cercano a 13,2% del PIB al finalizar el bienio y representaría 125,5% del nivel mínimo que se considera adecuado según la metodología del FMI.

Gráfico 29. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2021 y 2022 y proyecciones para el 2023 y 2024.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para el 2023 y el 2024, se prevé que las finanzas públicas registren resultados alineados con la sostenibilidad fiscal. Particularmente, en el 2023 el superávit primario sería inferior al del 2022, en parte porque no se replicarán algunos de los efectos extraordinarios (por única vez) en los ingresos ocurridos en el año anterior y, además, se incrementará, con respecto al 2022, el pago de intereses.

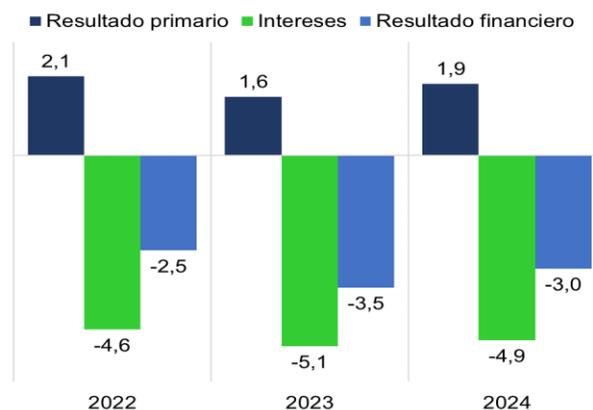
El deterioro proyectado sería moderado y el Gobierno Central mantendría la generación de superávit primarios, lo que coadyuva a la reducción de la razón deuda a PIB a mediano plazo. Así las cosas, las necesidades de financiamiento se mantendrían en ese bienio, como promedio, en torno a 9,25%, inferior a lo previsto en los IPM previos.

Según el Ministerio de Hacienda, la reducción de la razón de deuda a PIB se lograría debido al efecto del cumplimiento de la regla fiscal sobre la contención del gasto y al mantenimiento de las medidas que han conducido a un mejor desempeño en la recaudación tributaria.

Las proyecciones preliminares del Ministerio de Hacienda⁷⁶ (incorporan los principales supuestos de este IPM) sugieren que los resultados primario y financiero como proporción del PIB se ubicarían en +1,6% y -3,5%, respectivamente, en el 2023 y en +1,9% y -3,0% en el 2024, en igual orden (Gráfico 30).

Los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 6,2% en los años 2023-2024, que se traduciría en una carga tributaria media de 14,3% del PIB. Por su parte, los gastos totales presentan una tendencia a la baja, de modo que la relación gasto total a PIB pasaría de 19,4% en el 2023 a 18,9% un año después. Este comportamiento no incorpora nuevas excepciones a la regla fiscal, pues la relación deuda a PIB continuaría por encima de 60%⁷⁷ en este bienio.

Gráfico 30. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses
Porcentaje del PIB



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

Dado el comportamiento fiscal previsto, el requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central se estima en 9,3% y 9,2% del PIB para el 2023 y el 2024, en ese orden, inferior a lo previsto en el IPM de abril.

Estas necesidades serán financiadas en parte, por la eventual colocación de deuda pública en los mercados internacionales (*USD* 1.500 millones en el segundo semestre del 2023 y *USD* 1.000 millones en el 2024⁷⁸), los desembolsos de los créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales (incluidos los recursos del FMI). Este financiamiento disminuiría eventualmente la presión sobre la oferta de fondos prestables, por lo que, en principio, el Gobierno Central, junto con los demás demandantes de recursos financieros, podría acceder a estos fondos a menores tasas de interés.

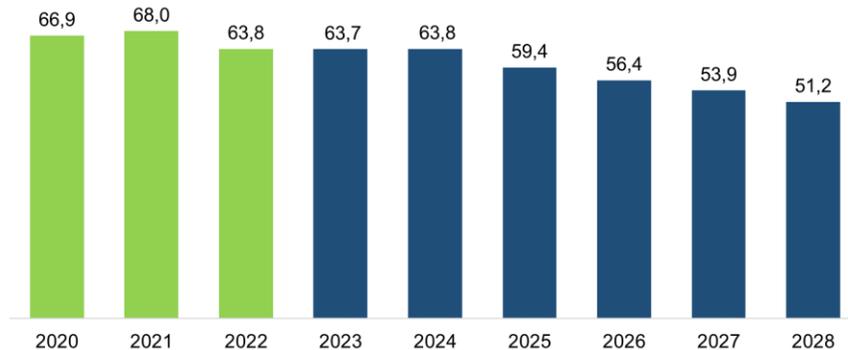
⁷⁶ Enviadas por el Ministerio de Hacienda el 25 de julio del 2023. Estas proyecciones forman parte del ejercicio, aún en proceso, del Marco Fiscal de Mediano y Largo plazo que acompañará el Presupuesto Nacional del 2024.

⁷⁷ Se estima que el pago de intereses alcanzaría su valor máximo (5,1% del PIB) en el 2023.

⁷⁸ En el 2025 se podría acceder a los mercados internacionales por *USD* 1.000 millones.

En cuanto a las proyecciones de la evolución de deuda pública del Gobierno Central (Gráfico 31), con la mejor información y supuestos disponibles a la fecha, se estima un incremento de una décima en la relación deuda a PIB en el 2024 hasta alcanzar 63,8%, como resultado, en parte, de la eventual colocación de títulos en los mercados externos indicada previamente. Sin embargo, en el 2025 se prevé que retorne a la senda de decrecimiento y se ubique por debajo de 60%, con lo cual dicho hito se adelanta en un año con respecto a la estimación inicial realizada por el Ministerio de Hacienda e incluida en los primeros dos IPM del 2023.

Gráfico 31. Gobierno Central: razón de la deuda con respecto al PIB



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

Se estima que el choque desinflacionario tendrá mayor magnitud de lo previsto en el informe de abril pasado. Debido a ello, el retorno de la inflación al rango de tolerancia alrededor de la meta sería más lento de lo previsto en ese informe; la inflación general lo haría en el tercer trimestre del 2024 y la subyacente, dos trimestres antes.

Para el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende desde el tercer trimestre del 2023 hasta el segundo del 2025, los modelos de proyección del Banco Central ubican a la inflación transitoriamente por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta, con un retorno de la inflación general a dicho rango más lento que la subyacente.

Dada la mayor persistencia y magnitud del choque desinflacionario, los niveles de la trayectoria de la inflación general y la subyacente son menores a los estimados en el IPM de abril último. Ello retrasa el ingreso de esos indicadores al rango de tolerancia⁷⁹ para el tercer trimestre del 2024 y el primero del mismo año, respectivamente, con un balance de riesgos que en el corto plazo muestra un sesgo a la baja, pero tiende a equilibrarse hacia el final de horizonte de pronóstico⁸⁰. Estas proyecciones incorporan la postura de política

⁷⁹ En el informe de abril pasado se estimó que la inflación general ingresaría al rango en el cuarto trimestre del 2023 y la subyacente lo haría en el segundo trimestre de este mismo año.

⁸⁰ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a julio del 2023 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.

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

Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían a ubicarse en torno a 3,0%, lo que disminuye la probabilidad de efectos de segunda ronda. Este comportamiento reflejaría el efecto de la reversión de choques de oferta externos y de las acciones de política monetaria del BCCR.

Se proyecta que la brecha de producto, otro de los determinantes de la inflación, se mantendría en un valor negativo durante la mayor parte del horizonte de proyección, aunque tiende a cerrarse en el mediano plazo.

Lo anterior llevaría a que la inflación subyacente se ubique en promedio en torno a 2,5% en el bienio 2023-2024, tasa inferior en 0,8 y 0,7 p.p. con respecto a las proyecciones del informe de abril pasado. En el primer semestre del 2025 este indicador rondaría 2,9%, en promedio (Gráfico 32.A).

Por su parte, la inflación general se ubicará, en promedio, en 1,2% en el 2023 y en 1,9% en el 2024. En tanto que para el primer semestre de 2025 ese valor se ubicaría en 2,7% (Gráfico 32.B).

Es importante señalar que en este ejercicio la proyección de la inflación general del 2023, en mayor medida que la subyacente, refleja un efecto base que se manifiesta desde el segundo trimestre del 2023 y estará presente en lo que resta del año.

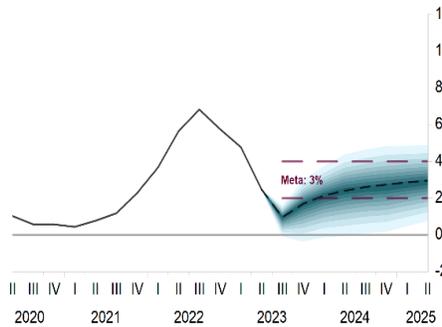
Ello debido a que el choque inflacionario del 2022 se manifestó con mayor fuerza entre febrero y agosto de ese año (en este último mes alcanzó la variación máxima interanual, 12,1%), lo que hace altamente probable que la caída de la inflación general se acentúe en los próximos meses, al comparar los nuevos valores del nivel del IPC con los altos niveles registrados en el 2022.

Esto llevaría a valores de la inflación general por debajo del límite inferior del rango, incluso con variaciones interanuales negativas en el tercer trimestre del 2023, para luego retornar de manera gradual a ese rango hacia la segunda parte del 2024.

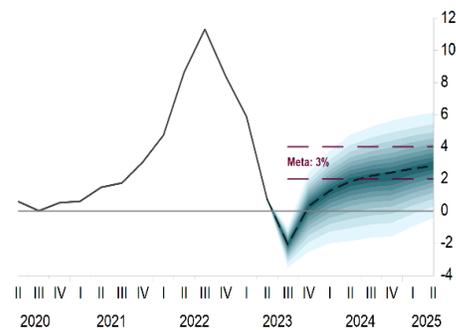
Gráfico 32. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes ¹

A. Inflación subyacente



B. Inflación general



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían de acuerdo 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 alrededor de 7,0% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 6,8% en 2023 y 6,3% en 2024, tasas superiores a las previstas en el informe de abril. Esta revisión al alza considera, además, el tono menos restrictivo de la política monetaria.

El aumento del crédito sería impulsado en el 2023 por colocaciones tanto en moneda nacional como extranjera y en el 2024 principalmente por el crédito otorgado en colones, toda vez que se supone que se revierte el proceso de dolarización relativa del crédito observado en el primer semestre del presente año.

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 abril 2023 (en p.p.)	
	2022	2023	2024	2023	2024
PIB crecimiento real	4,3	4,2	3,8	0,9	0,2
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-3,7	-2,6	-2,2	0,5	0,3
Saldo activos de reserva (% del PIB)	12,5	14,4	13,2	1,5	1,5
Indicador de seguimiento de reservas (IR)	98,0	126,0	125,0	14,6	12,1
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ¹	-2,5	-3,5	-3,0	0,0	0,0
Resultado primario ¹	2,1	1,6	1,9	0,0	0,1
Variación interanual del IPC ²	7,7	0,3	2,4	-1,9	-0,5
Agregados monetarios y crédito (variación %) ³					
Liquidez total (M3)	4,2	7,2	7,0	0,5	0,1
Crédito al sector privado	5,9	6,8	6,3	1,1	0,4
Moneda nacional	8,0	6,7	7,8	-0,2	0,7
Moneda extranjera	2,2	7,0	3,0	4,0	0,0

¹ Para el periodo 2023-2024 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.

² Para el lapso 2023-2024 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 2023-2024 incorpora la mejor información disponible a julio del 2023. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados con la evolución del contexto externo y local que alterarían el escenario macroeconómico central propuesto en este ejercicio.

En el entorno externo, el factor de riesgo más relevante es la incertidumbre sobre la duración y magnitud de la postura restrictiva de la política monetaria, ante la persistencia de la inflación, y su impacto sobre la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Además, la intensificación de los conflictos geopolíticos, con posibles efectos al alza sobre los precios de las materias primas y a la baja sobre el comercio, puede incidir negativamente en la actividad económica global.

De los principales supuestos externos destaca un crecimiento económico de los socios comerciales con un sesgo a la baja, asociado en mayor medida a la postura restrictiva de la política monetaria de los principales bancos centrales. Además, el riesgo de precios de materias primas mayores a los incorporados en ese informe, básicamente por conflictos geopolíticos.

A los principales riesgos señalados se le suma la tensión entre los países del G7 y China, en donde los primeros tratan de contrarrestar la creciente influencia de este último en la economía mundial, lo cual introduce el riesgo de aumentar la fragmentación del comercio global y generar problemas en las cadenas de suministro, con los consecuentes efectos inflacionarios.

A mediano y largo plazo también están presentes los riesgos asociados al calentamiento global, que conllevan costos en términos de actividad económica, por los esfuerzos de mitigación, transición y adaptación.

En el contexto anterior, de materializarse un crecimiento de la economía mundial y, en especial el de nuestros principales socios comerciales, por debajo de lo incorporado en estas proyecciones, se reduciría la demanda externa del país. Lo anterior, de no ser compensado por la demanda interna, llevaría a un crecimiento económico local por debajo del proyectado, que ampliaría la brecha negativa del producto, con efectos a la baja sobre la senda pronosticada de inflación.

El efecto neto sobre la proyección de inflación también estaría influido por los precios de las materias primas, en especial el petróleo y alimentos, que podrían ser superiores a los previstos debido a restricciones de oferta o al recrudecimiento de los conflictos geopolíticos, o bien inferiores, por una desaceleración de la economía mundial o por incrementos en la oferta de estos bienes.

A lo interno, se ha acentuado, con respecto al informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño, en tanto que el relacionado con la resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia se ha disipado.

El fenómeno El Niño (fase cálida del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS)) se estima estará presente durante el segundo semestre del 2023⁸¹. Las condiciones climáticas adversas afectarían negativamente el crecimiento económico e incrementaría la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola.

Un modelo para estimar la influencia del ENOS sobre la inflación fue desarrollado por León (2017)⁸². Los resultados señalaron que este evento podría agregar como máximo 115, 79 y 50 puntos base a la inflación estimada para el lapso 2018-2020, según un escenario fuerte, promedio y débil, respectivamente.

En cuanto a las expectativas de inflación, se ha disipado el riesgo de una lenta convergencia al objetivo inflacionario, citado en informes previos. Ello abre espacio para una política monetaria menos restrictiva con efectos favorables sobre la actividad económica en el corto plazo en relación con lo proyectado. Esto último podría llevar a valores positivos de la brecha del producto y, eventualmente, haría que la inflación se ubique por encima del valor central proyectado.

Por otra parte, no se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria y, por esa vía, las expectativas de inflación. Este efecto podría reforzarse ante precios de las materias primas superiores a los incorporados en este ejercicio.

Por último, un riesgo incipiente es el relacionado con incrementos en las tensiones sociales. Esta situación podría llevar a una afectación de servicios, en especial de salud y educación, con efectos negativos sobre la actividad económica.

⁸¹ Boletín ENOS de mayo 2023, Elaborado por el Instituto Meteorológico Nacional y el Ministerio de Ambiente y Energía. Por otra parte, el pasado 7 de junio el Poder Ejecutivo declaró una alerta verde (preventiva) por los efectos que traerá consigo el fenómeno El Niño durante el segundo semestre del 2023 y los primeros meses del próximo año.

⁸² León Murillo, Jorge "Efectos Macroeconómicos de El Niño en Costa Rica" Departamento de Investigación Económica. BCCR. Documento de Investigación N.002. Enero 2017.

3.4. Acciones futuras de política monetaria

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 definida en 3%.

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, mantendrá la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de la política monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas, que facilite la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario definido por el BCCR.

En materia de política cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el Banco Central 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. Además, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de dicho mercado y con ello, contribuir al proceso ordenado de formación de precios.