

INFORME DE
**POLÍTICA
MONETARIA**

OCTUBRE 2023





Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 7 de la sesión 6148-2023 del 25 de octubre del 2023.

Contenido

Abreviaturas.....	vii
El régimen de política monetaria del BCCR	2
Presentación	3
Resumen.....	5
Capítulo 1. Coyuntura económica	11
1.1 Economía internacional	11
1.2 Economía local: actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas.....	19
1.3 Condiciones monetarias.....	39
1.4 Inflación.....	42
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	51
Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política	57
3.1 Proyecciones para la economía internacional	58
3.2 Proyecciones para la economía nacional	61
3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico	72
3.4. Acciones futuras de política monetaria.....	75

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales.....	13
Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas	14
Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías	15
Gráfico 4. Indicadores de corto plazo de China.....	16
Gráfico 5. Indicadores de mercados financieros internacionales	17
Gráfico 6. Deuda pública en Estados Unidos	18
Gráfico 7. PIB trimestral en volumen (tendencia ciclo)	19
Gráfico 8. PIB trimestral en volumen por gasto y por actividad económica (tendencia ciclo)	21
Gráfico 9. PIB trimestral en volumen por régimen de comercio.....	22
Gráfico 10. Indicadores del mercado laboral.	29
Gráfico 11. Ingreso real en la ocupación principal según calificación, sexo y sector institucional.....	30
Gráfico 12. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios.....	32
Gráfico 13. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses.....	38
Gráfico 14. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central e indicador de bonos emergentes (EMBI) diversificado	39
Gráfico 15. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME).....	40
Gráfico 16. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera.....	41
Gráfico 18. Precios de materias primas importadas	44
Gráfico 19. Precios del productor de la manufactura	45
Gráfico 20. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana) y mercado	46
Gráfico 21. IPC e Indicadores por estrato de ingreso	47
Gráfico 22. Indicadores del MIL en colones	51
Gráfico 24. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024	59
Gráfico 25. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024	60
Gráfico 26. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica ..	66
Gráfico 27. Déficit de la cuenta corriente según componentes.....	67
Gráfico 28. Componentes seleccionados de la balanza de pagos	68
Gráfico 29. Proyecciones fiscales	69
Gráfico 30. Proyección de inflación	71

Índice de cuadros

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica	33
Cuadro 2. Indicadores del mercado cambiario 2021-2023.....	52
Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024	61
Cuadro 4. PIB en volumen por componentes del gasto 2023-2024.....	63
Cuadro 5. PIB en volumen por actividad económica 2023-2024.....	65
Cuadro 6. Principales variables macroeconómicas	72

Índice de recuadros

Recuadro 1. Cuentas nacionales distributivas.....	23
Recuadro 2. Evolución de las exportaciones del régimen definitivo.....	35
Recuadro 3. Patrones de regularidad del mercado cambiario costarricense.....	54

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

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

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

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, dado que las medidas de política monetaria 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 BCCR 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 octubre 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 un escenario internacional con nuevas fuentes de incertidumbre debido al agravamiento de los conflictos geopolíticos, la economía costarricense muestra un desempeño positivo en las principales variables macroeconómicas.

Mientras que en la economía mundial se ha acentuado la desaceleración de la actividad económica e incluso algunos países presentan una contracción, en Costa Rica la producción ha mostrado altas tasas de crecimiento, lo cual llevó al BCCR a revisar al alza el pronóstico para esta variable a lo largo del año. Particularmente, en este informe se proyecta un crecimiento de 5,0% para el 2023 y de 4,3% para el 2024, lo cual significa un aumento de 0,8 y 0,5 puntos porcentuales (p.p.), en ese orden, con respecto al IPM de julio pasado.

El crecimiento de la producción ha coadyuvado a una mejora de los indicadores del mercado laboral, evidenciada en la reducción de las tasas de desempleo y subempleo, y el aumento tanto de los salarios reales, como del empleo formal. Esto último significa que hay una mayor proporción de trabajadores en condiciones laborales más favorables en relación con las que se encontrarían en la informalidad.

La aceleración de la actividad económica ha ido acompañada de una rápida reducción de la inflación. Tal como estaba previsto y se informó en el IPM de julio pasado, en el tercer trimestre del presente año, la economía costarricense experimentó deflación (inflación negativa). Esto difiere de lo observado a nivel global, toda vez que, aunque la inflación ha mostrado un comportamiento decreciente en la mayoría de los países, en muchos todavía se ubica por encima de la meta establecida por sus bancos centrales, y se espera que su normalización se logrará en el 2025, lo cual determina el tono de las condiciones financieras internacionales que enfrentará Costa Rica en los próximos dos años.

Los pronósticos del BCCR indican que la inflación general se mantendrá en valores negativos en el cuarto trimestre del año en curso e ingresará al rango de tolerancia a partir del segundo trimestre del 2024.

Los resultados fiscales también han sido positivos para el desempeño de la economía. En lo transcurrido del actual año el Gobierno Central ha generado un superávit primario y la relación de su deuda con respecto al PIB disminuyó en 3,1 p.p. en comparación con diciembre del año pasado, lo cual es congruente con el objetivo de sostenibilidad de las finanzas públicas.

Estos resultados han sido reconocidos por las agencias calificadoras internacionales, que mejoraron recientemente la calificación de la deuda soberana costarricense. Standard & Poors la aumentó de B a B+ en febrero y el 27 de octubre nuevamente la ajustó a BB-; de igual modo, en marzo Fitch Ratings la modificó de B a BB-. Esta mejora abre la posibilidad

de reducir la tasa de interés que los ahorrantes del resto del mundo solicitarán por las colocaciones futuras de títulos en los mercados internacionales, lo cual a su vez refuerza el proceso hacia la sostenibilidad fiscal.

Adicionalmente, es destacable la disminución en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el tercer trimestre de este año, de 0,5 p.p. con respecto a igual periodo del año previo; así como el hecho de que el país haya tenido acceso al ahorro externo en niveles suficientes para financiar ese déficit y a su vez fortalecer el acervo de activos de reserva.

Las condiciones anteriores y, en particular la baja inflación registrada durante el año y el comportamiento previsto para esta variable, han dado margen para que el BCCR aplique una política monetaria menos restrictiva en comparación con el año previo, cuando aumentó la TPM por un acumulado de 775 puntos básicos (p.b.). En contraste, durante el 2023, este indicador ha disminuido en 275 p.b.; la reducción más reciente fue aprobada por la Junta Directiva en la reunión de política monetaria de octubre. La intención de la Junta Directiva es avanzar hacia una posición neutral de la política monetaria, en el tanto las circunstancias lo permitan.

Por último, es importante indicar que, aunque en el presente año la economía costarricense ha mostrado un desempeño satisfactorio en términos generales, existen varias áreas para las cuales son necesarias acciones de política pública ya que los resultados son menos favorables. Uno de esos temas, que se trata en este informe, es el de la distribución del ingreso, el consumo y el ahorro, que resulta de suma relevancia tanto desde una perspectiva social como por sus implicaciones sobre el crecimiento económico futuro.

Asimismo, debe tenerse presente que las previsiones para las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe, que son afines con un buen desempeño de la economía nacional, están sujetas a varios riesgos de naturaleza tanto interna como externa, y en la actual coyuntura mundial, estos últimos riesgos se han ampliado.

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica

El entorno internacional muestra nuevas fuentes de incertidumbre ante la agudización de conflictos que han estado latentes por décadas, pero recientemente, en medio de los cambios en el orden económico mundial, han escalado. Así, al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia, se han añadido otros en diversas regiones, como África, con una ola de alzamientos militares (el más reciente en Níger, que implicó la salida de Francia de ese país), la toma de Nagorno-Karabaj por parte de Azerbaiyán, que originó un problema con Armenia, y más recientemente el enfrentamiento armado entre Israel y el grupo Hamás. A estos choques geopolíticos se suman los conflictos geoeconómicos derivados de la guerra comercial existente desde años atrás entre algunos países, en especial Estados Unidos y China.

En este complejo entorno, el proceso de desinflación de la economía global continuó en el tercer trimestre del presente año, aunque la incertidumbre sobre la evolución futura del precio de la energía, en particular del petróleo, hace prever que la inflación se mantendrá en niveles elevados por un tiempo más prolongado. Hay diferencias entre países en el ritmo de desinflación; en Estados Unidos y, especialmente, en la zona del euro, la inflación muestra mayor persistencia, mientras que en algunas naciones latinoamericanas la desaceleración de la inflación ha sido más notoria y, en los principales países asiáticos se ha mantenido en niveles bajos, incluso cercanos a cero en China.

Debido a ello, algunos países, principalmente avanzados, continúan con incrementos en sus tasas de interés de política monetaria, mientras que otros han hecho una pausa condicionada o bien han empezado a reducir esta referencia.

En el contexto anterior, la actividad económica mundial se ha desacelerado, aunque los indicadores de corto plazo dan señales mixtas. Particularmente, en Estados Unidos el mercado laboral continúa con señales de fortaleza y en China la producción industrial en agosto aceleró su tasa de expansión y se moderaron las caídas interanuales de las cifras de comercio exterior, lo cual es interpretado por analistas internacionales como un indicio de estabilización.

En meses recientes la volatilidad de los mercados financieros internacionales aumentó, luego de una relativa calma, debido a la incertidumbre generada por los problemas de deuda en Estados Unidos, los conflictos geopolíticos antes mencionados, la elevada inflación en algunas economías y las políticas monetarias restrictivas, que podrían mantenerse por un tiempo mayor al previsto hace un año.

En el futuro cercano hay dos aspectos del entorno internacional que preocupan a diversos analistas, uno es la evolución que pueda tener el enfrentamiento armado entre Israel y el grupo Hamás, y en particular, el impacto que tendría en los precios del petróleo si más países se suman a ese conflicto. Otro es el elevado nivel de deuda que presentan muchos países, entre ellos Estados Unidos, que bajo ciertas condiciones podría derivar en una crisis de deuda, con implicaciones negativas sobre los mercados financieros y la economía global.

En Costa Rica, durante el tercer trimestre del 2023 su indicador de inflación general mostró deflación (inflación negativa), mientras que la inflación subyacente se mantuvo en valores positivos, aunque relativamente bajos, por lo que ambos indicadores se ubicaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.). Particularmente, en setiembre la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de $-2,2\%$ y la del promedio de los indicadores de inflación subyacente de $0,5\%$.

La reducción de la inflación general tan acentuada en el tercer trimestre del año en curso fue prevista en los IPM de abril y julio pasados y estuvo determinada, en buena medida, por la disipación de los choques de oferta que impulsaron el incremento de la inflación en el 2022, y que 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. Asimismo, hubo factores internos que influyeron en este comportamiento, entre ellos las medidas restrictivas de política monetaria, 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 y, la apreciación del colón desde julio del año pasado.

La actividad económica mantuvo su dinamismo en el tercer trimestre del año en curso. En este lapso, el PIB en volumen creció a tasa interanual de $5,6\%$, ligeramente inferior a la del trimestre previo, pero superior en $1,8$ puntos porcentuales (p.p.) a la de igual periodo del 2022. Además, en este IPM se revisó al alza el crecimiento de los dos trimestres previos en $0,4$ y $0,9$ p.p. respectivamente, con respecto a las cifras publicadas en julio pasado.

Por componentes del gasto, el crecimiento del PIB fue determinado mayormente por la demanda externa, seguida en orden de importancia por el consumo final de los hogares y la formación de capital fijo. Dicho crecimiento fue generalizado en todas las actividades económicas; destacó la significativa aceleración en la construcción y la mejora en los servicios empresariales y la manufactura. Según el régimen de comercio, el impulso del PIB en el periodo en comentario se relacionó, en mayor medida, con la recuperación de la actividad del régimen definitivo.

En línea con la evolución de la producción, los indicadores del mercado laboral han mejorado: las tasas de desempleo y subempleo son menores, los salarios reales en general han crecido (el comportamiento es diferenciado entre grupos) y el empleo formal aumentó; sin embargo, la tasa de ocupación se ha estancado y la tasa de participación continúa a la baja.

A setiembre continuó la generación de superávit primario en el Gobierno Central, lo que apoya el objetivo de procurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si bien tanto el resultado financiero como el resultado primario muestran un deterioro en relación con un año atrás, este responde, en buena medida, al registro de ingresos extraordinarios en el 2022 por la aplicación de la Ley 9524.

Los buenos resultados fiscales se manifiestan en varios aspectos, entre ellos la disminución de la razón deuda a PIB ($3,1$ p.p. con respecto a diciembre pasado) y la mayor confianza de los ahorrantes sobre la capacidad del Gobierno para atender sus obligaciones, que ha permitido una reducción en el costo marginal de la deuda y una menor prima por riesgo país.

Las operaciones con el sector externo también han mejorado en el 2023. En el tercer trimestre, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó en 0,5 p.p. con respecto a igual periodo del año previo. Lo anterior es consecuencia del aumento en los términos de intercambio, principalmente por la baja en los precios internacionales de las materias primas, el buen desempeño del turismo receptivo y de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca. 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, el BCCR estima que el comportamiento de los agregados monetarios en el tercer trimestre del 2023 no generará mayor inflación a futuro y no hay evidencia de dolarización del ahorro financiero, a pesar de que el premio en colones se mantiene en torno a cero. Por su parte, el crédito al sector privado ha registrado un impulso notorio en las operaciones en moneda extranjera desde el cuarto trimestre del año pasado, consecuente con el encarecimiento relativo del financiamiento en moneda nacional, dado el comportamiento de las tasas de interés y las expectativas de variación cambiaria. Es importante el seguimiento cercano de esta variable por su posible impacto sobre la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario.

II. Acciones de política del BCCR

En los primeros siete meses del presente año, la Junta Directiva redujo la TPM en cuatro ocasiones, para un acumulado de 250 puntos básicos (p.b.), para ubicarla en 6,5%. Esta decisión se sustentó en el análisis del comportamiento de la inflación y la evolución prevista para esta variable y sus determinantes macroeconómicos, con base en el cual la Junta consideró que existía espacio para propiciar una postura monetaria menos restrictiva.

El proceso de reducción de la TPM se detuvo en la reunión de setiembre, cuando la Junta Directiva mantuvo esta referencia en 6,5%, con el objetivo de dar el espacio requerido para que las reducciones aplicadas se transmitieran al resto de tasas de interés del sistema financiero. Sin embargo, en su reunión de política monetaria de octubre, una vez valorado el comportamiento reciente y esperado de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos, de los riesgos y, del rezago con que actúa la política monetaria, la Junta consideró que existía espacio para continuar con la reducción gradual, ordenada y prudente de la TPM, en procura de avanzar, en la medida en que las circunstancias lo permitan, hacia una posición neutral. Dado lo anterior, redujo la TPM en 25 p.b., para ubicar su nivel en 6,25%.

En el presente año el sistema financiero nacional ha mostrado una condición holgada de liquidez que fue en aumento, en buena medida debido a la expansión monetaria por la compra de dólares por parte del BCCR. Esta compra se dio en un marco de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, determinada principalmente por operaciones del sector real. Dicho resultado es congruente con la evolución de la actividad económica, el notable desempeño de las exportaciones de bienes del régimen de zonas francas y el repunte en el turismo receptivo.

La alta disponibilidad de divisas permitió al Banco Central participar en el mercado cambiario como demandante neto y con ello atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB) y fortalecer su posición de reservas. Dado lo anterior, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) se ubicó al 27 de octubre en el equivalente a 124,2% 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 y el 2024 la actividad económica mundial se desacelerará con respecto al 2022. Adicionalmente, prevén que la inflación continuará a la baja, influida en buena medida por las políticas monetarias restrictivas, pero convergería a los objetivos inflacionarios hasta en el 2025.

En particular, en la revisión efectuada en octubre del presente año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectó un crecimiento mundial de 3,0% en el 2023 y 2,9% en el 2024. Esto representa una revisión a la baja de 0,1 p.p. para este último año con respecto al informe de julio (para el 2023 no hubo cambio) y una desaceleración en ambos años en comparación con el 2022.

Según este organismo, aunque algunos riesgos se han moderado, todavía se inclinan a la baja para la actividad económica global por el eventual agravamiento de la crisis del sector inmobiliario en China, la volatilidad de los precios de las materias primas, los efectos del cambio climático, los riesgos geopolíticos, los niveles altos de inflación y el menor espacio fiscal en algunos países, dado su alto nivel de endeudamiento.

El FMI espera, además, que la inflación global disminuya de 8,7% en el 2022, a 6,9% en el 2023 y 5,8% 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 la desaceleración de la inflación.

Para 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 5,0% y 4,3%, lo cual significa un aumento de 0,8 y 0,5 p.p., en ese orden, con respecto a la estimación presentada en julio pasado. Si bien el crecimiento se asocia con un mejor resultado de la demanda interna en ambos años, se mantiene la fortaleza de la demanda externa, que continúa como el principal motor de crecimiento en el 2023, para el 2024 influiría principalmente la demanda interna.

En el bienio 2023-2024, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría, en promedio, en 2,2% del PIB, por debajo del valor registrado en el 2022 (3,6% del PIB). Esta mejora estaría determinada por el buen desempeño de las exportaciones, en particular de los regímenes especiales, y por la reducción en la factura petrolera, coherente con el incremento previsto 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 dentro del rango 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 primeros nueve meses del presente año.

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 déficits financieros de 3,4% y 3,0% del PIB en el 2023 y 2024, en el orden respectivo.

Por último, consecuente con lo indicado en el IPM de julio pasado, se estima que el choque desinflacionario habría tenido su mayor impacto durante el tercer trimestre del presente año y que tanto la inflación general como la subyacente retornarán al rango de tolerancia alrededor de la meta durante el segundo trimestre del 2024.

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.

Del entorno externo, los riesgos en materia de inflación se inclinan al alza, en tanto que los de actividad económica a la baja. La persistencia de la inflación genera incertidumbre sobre la magnitud y duración de la política monetaria restrictiva y su impacto en el crecimiento económico. Este comportamiento se acentuaría por posibles alzas en los precios de materias primas ante la intensificación de los conflictos geopolíticos y por el efecto de fenómenos relacionados con el cambio climático, lo que causaría un impacto negativo adicional en la actividad económica.

A lo interno destaca, al igual que en el informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño. Tampoco se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria, lo cual se transmitiría a las expectativas de inflación. Este efecto podría reforzarse ante precios de las materias primas superiores a los incorporados en este ejercicio.

En este contexto, 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 en 3%, con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación y de sus determinantes, por lo que con base en este análisis realizará los ajustes necesarios en la 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, procurará reducir los excesos monetarios, con el fin de evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales, y gestionará la liquidez activamente en el mercado de dinero.

En materia de política cambiaria, el BCCR participará en el mercado de divisas 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

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, algunos países, principalmente avanzados, continúan con incrementos en sus tasas de interés de referencia, mientras que otros han hecho una pausa condicionada o bien ya reducen esta referencia; no obstante, aclaran que su política monetaria aún es restrictiva. En este contexto, la actividad económica mundial se ha desacelerado. En meses recientes, la volatilidad en los mercados financieros internacionales aumentó en medio de una alta incertidumbre asociada a los problemas de deuda en Estados Unidos, tensiones geopolíticas, la elevada inflación en muchas economías y las políticas monetarias restrictivas que, según las principales autoridades monetarias, podrían mantenerse por más tiempo.

En el ámbito local, la actividad económica mantuvo un ritmo relativamente alto de crecimiento en el tercer trimestre y la tasa de desempleo bajó, en un contexto de menor participación laboral. Además, en términos interanuales continuó la reducción del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. Por su parte el desempeño fiscal mantiene la generación de resultados primarios positivos, que apoya la gradual reducción de la relación deuda pública (como proporción del PIB) en el mediano plazo. El crédito al sector privado muestra un crecimiento moderado y se estima que el comportamiento de los agregados monetarios en lo transcurrido del año no generará presiones inflacionarias en el horizonte del ejercicio de proyección realizado. Por último, la inflación general siguió en valores negativos interanuales, pero la evidencia sugiere que setiembre fue un punto de inflexión y que en el futuro cercano observaremos inflaciones mensuales positivas.

1.1 Economía internacional

La desaceleración de la inflación continúa a ritmos diferentes entre países y, en general, aún supera la meta definida por sus bancos centrales.

La inflación mundial continúa desacelerándose, aunque el proceso de ajuste difiere entre países y, además, se mantiene por encima del objetivo de varios bancos centrales (Gráficos 1.A y 1.B). En Estados Unidos, la inflación general se ubicó en setiembre en

3,7% (igual que el mes precedente) y la subyacente en 4,1%². En la zona del euro esos indicadores se ubicaron en 4,3% y 4,5%, en el orden indicado³ (5,2% y 5,3% en el mes previo). En América Latina la desaceleración de la inflación en algunos países ha sido más notoria⁴, mientras que en los países asiáticos dicha variable continúa en niveles bajos. Por ejemplo, en China la inflación interanual fue nula en setiembre (0,1% en el mes previo), en tanto que la de Japón fue de 3,0% (3,2% en agosto).

La desaceleración de la inflación ha obedecido, en gran medida, a la caída de los precios de los alimentos y de la energía desde finales del 2022. Además, el tono restrictivo de la política monetaria, que aún mantienen algunas economías, ha contribuido a dicho proceso. Sin embargo, ese comportamiento podría frenarse debido al incremento reciente en el precio del petróleo (Gráfico 1.C) en respuesta al anuncio realizado por Arabia Saudita y Rusia de extender los recortes de suministro de crudo (recortes de 1,3 millones de barriles diarios) hasta finales del presente año. En dicho comportamiento influyó también la disminución en las reservas estratégicas de los Estados Unidos hasta alcanzar mínimos históricos en 40 años (Gráfico 1.D), pues ello limitó la posibilidad de que dicho país aumentara temporalmente la oferta de petróleo para compensar los recortes antes mencionados, tal como lo hizo en el 2022⁵.

Más recientemente, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, en particular el nuevo enfrentamiento armado entre Israel y el grupo Hamás⁶, han introducido una relativa volatilidad en el precio del petróleo, especialmente por la incertidumbre de que este conflicto escale a mayores dimensiones. Cabe recordar que en las cercanías del territorio donde ocurre esa crisis hay infraestructura petrolera (oleoductos, almacenamiento y pozos activos).

No obstante, el precio del petróleo se ha mantenido por debajo del promedio registrado en el 2022 (*USD* 94,4). El precio promedio del barril de petróleo WTI cerró en setiembre en *USD* 89,1, lo que significó un aumento de 9,4% con respecto a la cotización promedio de agosto (*USD* 81,4) y de 18,9% en comparación con el precio promedio del primer semestre del presente año (*USD* 74,9). En octubre el precio medio del barril fue de *USD* 86, lo que representa una disminución de 3,5% con respecto al de setiembre.

Adicionalmente, existen otros factores que inducen una mayor persistencia de la inflación. Entre ellos cabe mencionar la sequía que afectó el nivel de agua de los lagos Gatún y Alhajuela, principales fuentes de agua de las esclusas del Canal de Panamá, por lo que

² Según el [Discurso del presidente del Sistema de la Reserva Federal del 19 de octubre del 2023](#), la inflación de Estados Unidos, medida por la variación interanual del Índice de precios del gasto de consumo personal, fue de 3,5% en setiembre (máximo de 7,1% en junio del 2022). Por su parte, la inflación subyacente alcanzó un máximo de 5,6% en febrero del 2022 y se estima en 3,7% en setiembre.

³ A octubre de 2023 (preliminar) ambos indicadores se ubicaron en 2,9% y 4,2%, respectivamente.

⁴ Por ejemplo, en Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay, el indicador interanual en setiembre bajó entre una y seis décimas de punto porcentual, para ubicarse, en ese orden, en 5,1%, 11,0%, 4,5%, 5,0% y 3,9%, todos por encima del objetivo inflacionario. En Brasil, a partir de julio la inflación ha registrado ligeros incrementos debido al aumento del precio de los combustibles, lo cual contrasta con la desinflación observada en meses previos.

⁵ Las reservas estratégicas de petróleo actúan como un acervo de emergencia que se puede utilizar en caso de turbulencias en el mercado petrolero (crisis económica, desastre natural o guerra). La liberación de estas reservas puede tener un impacto a corto plazo en los precios, más no así a largo plazo, ya que solo representan una pequeña parte del suministro diario mundial de petróleo.

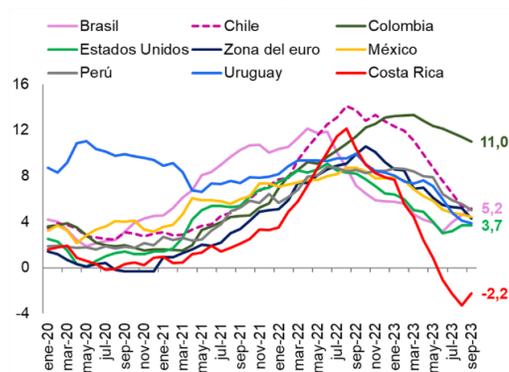
⁶ Este episodio inició el 7 de octubre del 2023.

tomaron medidas para ahorrar agua⁷. Esto incrementa los costos de transporte y limita el normal funcionamiento en las cadenas globales de suministro, aunque estas restricciones aún no se han reflejado en el precio del transporte de contenedores (Gráfico 1.E).

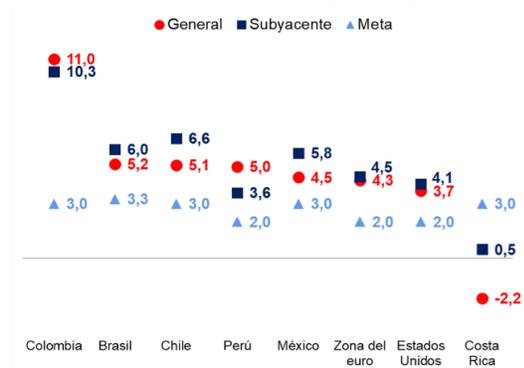
También es destacable la imposición de restricciones a la exportación de arroz no basmati efectuada por India desde julio del presente año⁸. Según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), el precio mundial del arroz alcanzó su nivel más alto en 15 años en agosto pasado (aumentó 9,8% con respecto a julio), influido por la incertidumbre que esta prohibición generó en el comercio mundial. Otros eventos como la guerra en Ucrania y las condiciones climáticas tan volátiles en diferentes partes del mundo, también generan un elevado riesgo en el suministro mundial de granos.

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales

A. Inflación en algunas economías
Variación interanual en porcentajes



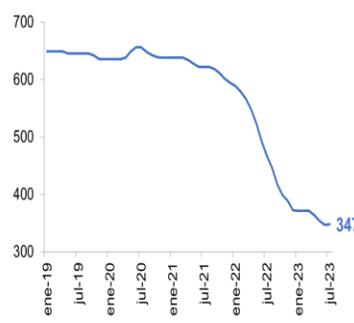
B. Inflación en algunas economías y meta¹
Variación interanual, en porcentajes



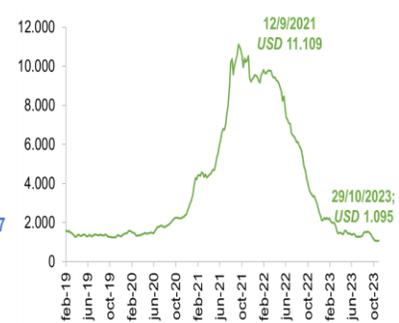
C. Precios del petróleo WTI



D. Reservas estratégicas de petróleo en EUA
Miles de barriles



E. Precio transporte de contenedores²
En dólares



¹Inflación de setiembre del 2023.

²Precios diarios de envío de un contenedor de 40 pies en 12 rutas comerciales globales <https://fbx.freightos.com/>
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg y la Agencia Internacional de Energía.

⁷ Entre las medidas para ahorrar agua adoptadas a lo largo del año por la Autoridad del Canal de Panamá, destaca la restricción de acceso a barcos de gran calado (de 50 a 44 pies) y a la cantidad de tránsito diario (de 36 a 32 buques). A partir del 1° de noviembre comienzan a regir nuevas restricciones en relación con el tránsito de barcos y las subastas de cupos de reserva diarios.

⁸ El propósito de esta medida fue asegurar la disponibilidad del producto y contener el alza de los precios locales, ya que el comienzo tardío de las lluvias monzónicas ocasionó daños en su cosecha.

En este contexto, los bancos centrales continúan con una política monetaria restrictiva.

Los bancos centrales mantienen una política monetaria restrictiva. En las economías avanzadas, el ritmo de aumento de las tasas de interés de referencia ha disminuido (Gráfico 2.A), pero los analistas económicos no descartan nuevas alzas. Por su parte, algunas economías emergentes pausaron los incrementos y otras comenzaron a reducir este indicador (Gráfico 2.B).

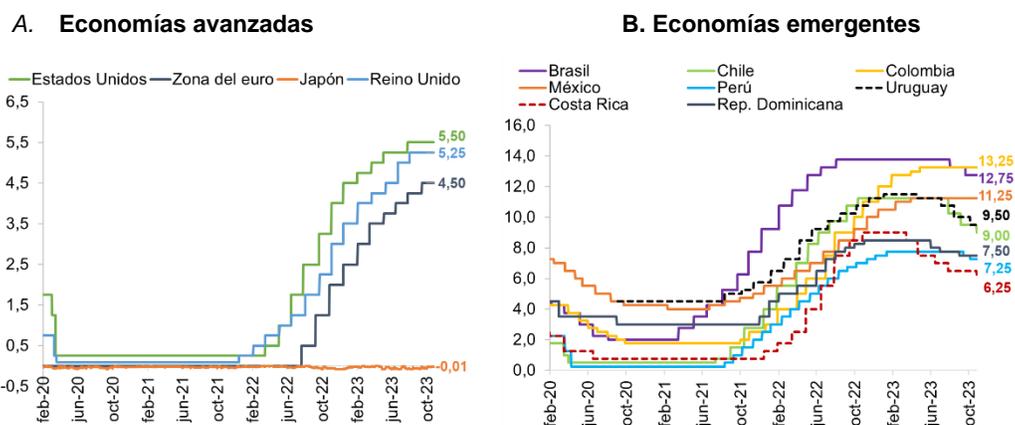
En su reunión del 19 y 20 de setiembre, el Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo el rango de la tasa de interés de referencia en 5,25% y 5,50%. En esta decisión consideró el crecimiento sólido de los indicadores de actividad económica, la fortaleza del mercado laboral y el nivel todavía elevado de la inflación. Debido a ello, no descartó nuevas alzas en la tasa de interés hacia finales de año y la permanencia de tasas altas por un periodo mayor al previsto.

El Banco Central Europeo (BCE) aumentó el pasado 14 de setiembre su tasa de referencia en 25 p.b. y ubicó la tasa de financiación en 4,5%. Además, revisó al alza su estimación de inflación a 5,6% y 3,2% para el 2023 y el 2024, respectivamente, debido al incremento en el precio de la energía. Posteriormente, en la reunión del pasado 26 de octubre, mantuvo sin cambio la tasa de interés de referencia. En igual sentido, el Banco de Inglaterra aumentó el 3 de agosto la tasa de interés de referencia en 25 p.b. hasta ubicarla en 5,25% y el 21 de setiembre decidió mantener sin cambios ese indicador por primera vez en casi dos años.

En América Latina, algunos países pausaron los incrementos en la tasa de política monetaria e incluso se amplió la lista de bancos centrales que redujeron este indicador. A la fecha, los países que aplicaron reducciones son Uruguay, República Dominicana, Chile, Brasil, Perú y Costa Rica⁹.

Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas

En porcentajes



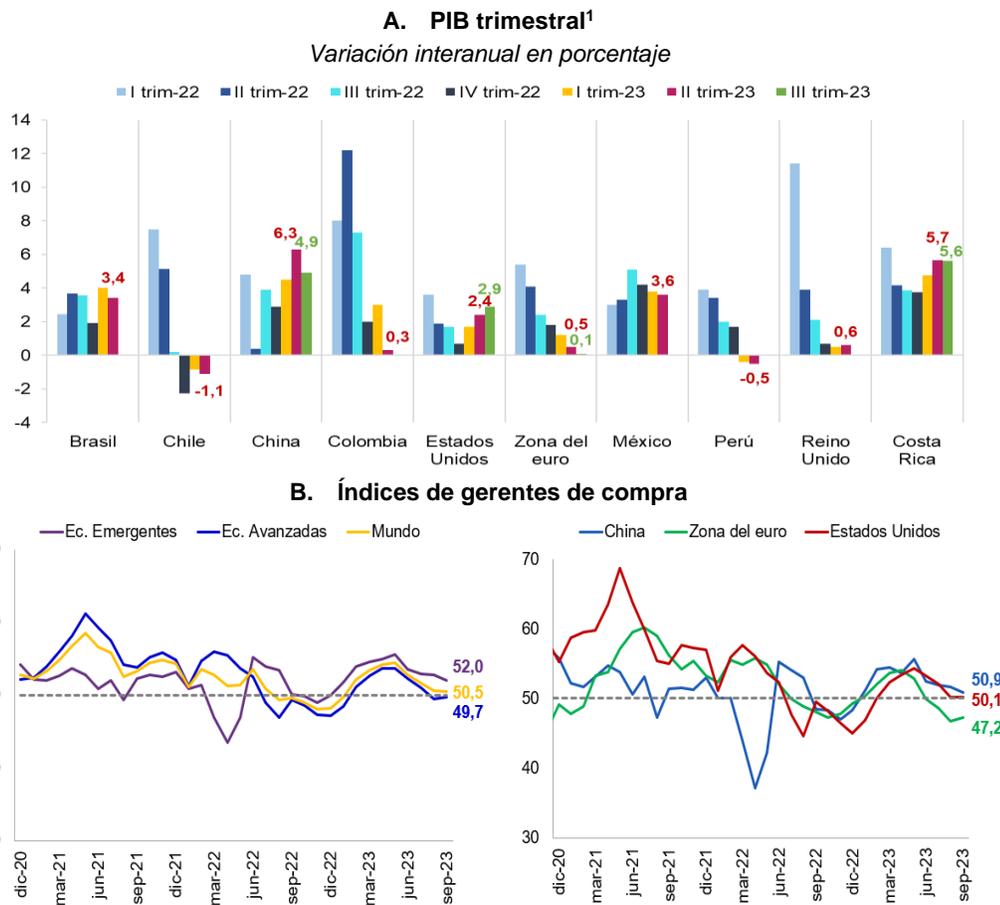
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 30 de octubre del 2023.

⁹ Entre el 15 de marzo (cuando Costa Rica inició con este proceso) y el 30 de octubre del 2023, la reducción acumulada en la tasa de referencia ha sido de 50 p.b. en Perú, 200 p.b. en Uruguay, 100 p.b. en República Dominicana, 225 p.b. en Chile, 100 p.b. en Brasil y 275 p.b. en Costa Rica.

La desaceleración de la actividad económica global se acentuó con respecto a lo previsto en el IPM de julio. Las perspectivas capturadas en los indicadores adelantados de corto plazo para las principales economías del mundo muestran señales mixtas.

La desaceleración económica continuó en el segundo trimestre del presente año, aunque con algunas excepciones (Gráfico 3.A). En Estados Unidos, la tasa anualizada de crecimiento del PIB en ese lapso fue de 2,1% (tercera estimación) una décima menos que el trimestre anterior, mientras que en el tercer trimestre fue de 4,9%¹⁰. La zona del euro registró en el segundo trimestre una variación interanual de 0,5% y de 0,1% en el tercero (primera estimación). En el segundo trimestre, algunos países latinoamericanos, como Perú y Chile registraron caídas en su actividad económica, mientras que en otros el ritmo de crecimiento se mantuvo estable. En China la variación interanual del PIB en el tercer trimestre (4,9%) bajó con respecto a la del segundo (6,3%).

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías



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

¹⁰En el gráfico 3.A, para fines comparativos, los datos se incluyen en términos interanuales. Conforme a ello, para Estados Unidos dicha variación en el tercer trimestre del 2023 fue de 2,9%.

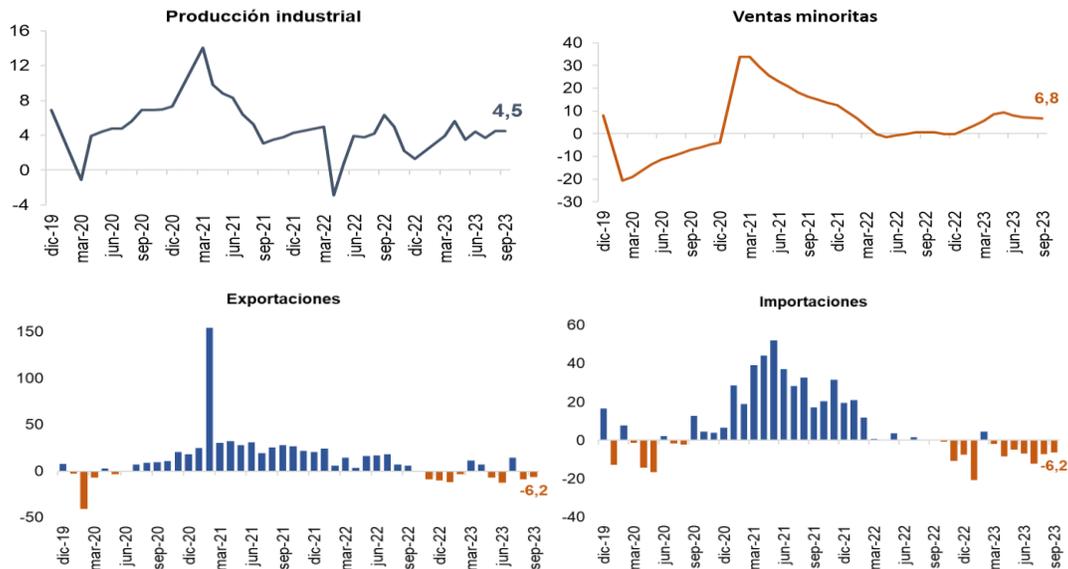
Los indicadores adelantados de corto plazo dan señales disímiles (Gráfico 3.B) sobre el comportamiento de la actividad económica en los próximos meses. En setiembre, el índice de gerentes de compra global continuó en terreno de expansión al igual que el indicador para las economías emergentes, en tanto que el índice para las economías avanzadas disminuyó, lo que reflejó los efectos de la desaceleración de la zona del euro¹¹.

En Estados Unidos, otros indicadores registraron datos positivos en setiembre. La tasa de desempleo se mantuvo en 3,8% y el empleo creció a su ritmo más rápido en ocho meses¹², lo que es coherente con la expansión de la actividad económica.

En China, la producción industrial creció en setiembre 3,7% (igual que en agosto), mientras que el crecimiento de las ventas minoristas mostró una ligera merma (de 7,0 % en agosto a 6,8%, Gráfico 4). Por otro lado, las caídas interanuales de las cifras de comercio exterior, con valores de dos dígitos en meses anteriores, se moderaron y en setiembre disminuyeron en 6,2% (tanto exportaciones como importaciones), lo cual es interpretado por algunos analistas internacionales como un indicio de estabilización.

Gráfico 4. Indicadores de corto plazo de China

Variación interanual



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

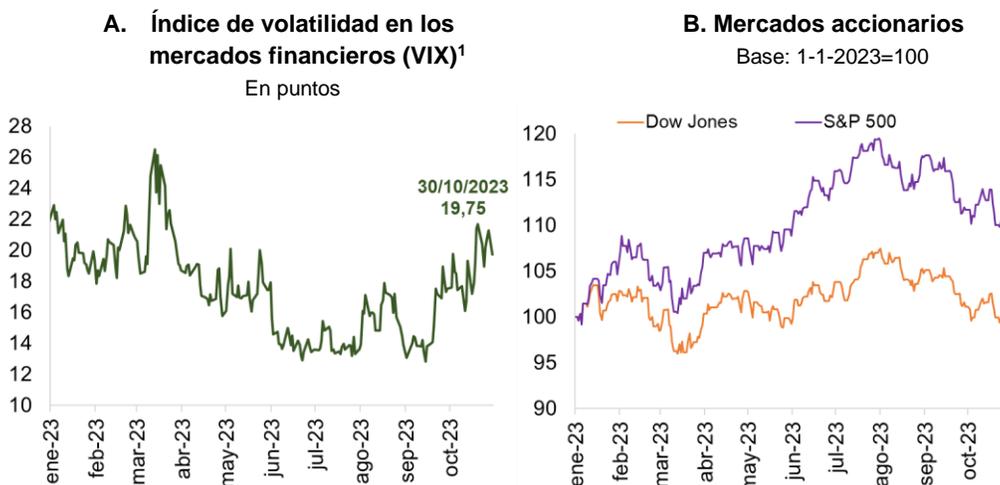
¹¹ Si el índice está por encima de 50 indica una expansión y por debajo de 50, contracción. El indicador global, para economías avanzadas y emergentes pasó de 50,6, 49,5 y 52,7 en agosto a 50,5, 49,7 y 52,0, en ese orden. Particularmente, en Estados Unidos, la zona del euro y China su valor pasó de 50,2, 46,7 y 51,7 puntos en agosto a 50,2, 47,2 y 50,9 un mes después.

¹² El mercado laboral de Estados Unidos creó 336.000 puestos en setiembre, el mayor incremento desde enero del presente año, lo cual superó las expectativas. Además, hubo una revisión al alza de los datos de empleo de julio y agosto.

En meses recientes, la volatilidad en los mercados financieros internacionales aumentó, ante la incertidumbre causada por los problemas de deuda en Estados Unidos, los conflictos geopolíticos, la elevada inflación en algunas economías y las políticas monetarias restrictivas, que podrían mantenerse por mucho más tiempo.

Luego de una relativa estabilidad, la volatilidad en los mercados financieros internacionales aumentó en los últimos meses (Gráficos 5.A y 5.B). Entre los principales factores que explican dicho comportamiento están: a) la rebaja en la calificación de la deuda estadounidense, de AAA a AA+, y en la calificación crediticia de diez bancos pequeños y medianos de ese país por parte de las agencias Fitch (1° de agosto) y Moody's (8 de agosto), respectivamente; b) el aumento sostenido en los precios del petróleo desde julio del presente año, debido al anuncio de Arabia Saudita y Rusia de que mantendrán los recortes en la producción del crudo hasta finales del 2023; c) la intensificación de las tensiones geopolíticas ante el reciente ataque del grupo Hamás en Israel y la consecuente respuesta militar de este país; d) la persistencia de altos niveles de inflación en algunas economías, que lleva a sus bancos centrales a plantearse nuevos aumentos en las tasas de interés antes de finalizar el año y a mantener una política monetaria restrictiva por más tiempo.

Gráfico 5. Indicadores de mercados financieros internacionales



¹Valores 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 30 de octubre del 2023.

A finales de setiembre, el Gobierno de Estados Unidos enfrentó, nuevamente, la posibilidad de cierre, lo que generó incertidumbre sobre los efectos que podría tener esta situación sobre la economía en caso de materializarse. Sin embargo, la aprobación de una ley que amplió el financiamiento hasta el 17 de noviembre del presente año redujo, al menos en forma temporal, estas presiones.

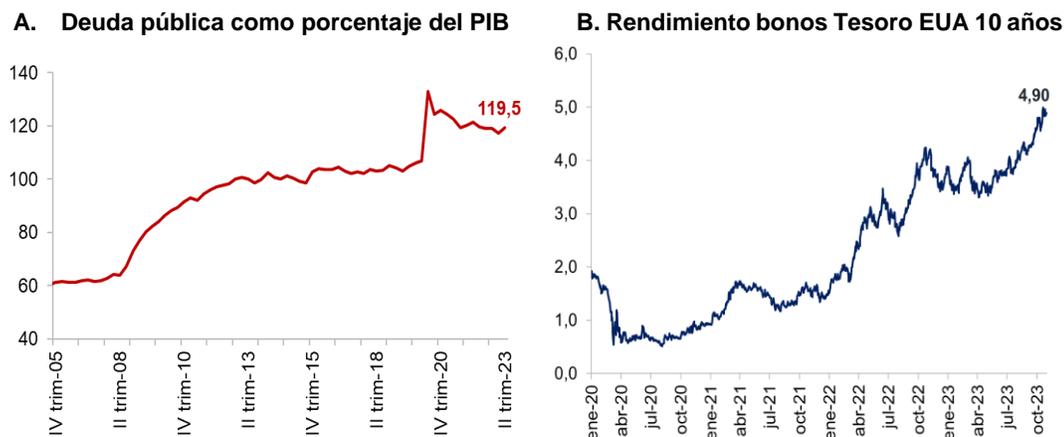
El aumento de la deuda con respecto al PIB de Estados Unidos es un tema más relevante desde una perspectiva estructural de mediano y largo plazo. Esta razón alcanzó en el segundo trimestre del presente año un 119,5% (Gráfico 6.A). Otros países también enfrentan un problema de elevado endeudamiento, que genera dudas sobre su sostenibilidad.

De acuerdo con el FMI¹³, la carga de la deuda mundial disminuyó por segundo año consecutivo, pero se mantiene por encima del nivel anterior a la pandemia, ya de por sí elevado. Según dicho organismo, los déficits fiscales mantuvieron altos los niveles de deuda pública, ya que muchos gobiernos gastaron más para dar impulso al crecimiento y reaccionar al incremento en los precios de los alimentos y la energía, incluso después de poner fin al apoyo fiscal otorgado a causa de la pandemia. Por todo ello, la deuda pública solo ha disminuido en 8 p.p. del PIB en los dos últimos años, con lo cual apenas se compensa aproximadamente la mitad de su incremento por la pandemia.

En el caso específico de Estados Unidos, el problema radica en si podrá colocar toda su deuda. Esto debido tanto a la presión que generan las altas tasas de interés, como consecuencia de la política monetaria restrictiva, como por la menor demanda por dichos títulos, ya que algunos países redujeron su tenencia de deuda estadounidense, entre ellos China y Japón. Lo anterior se ha manifestado en el rendimiento de los Bonos del Tesoro, principalmente a 10 años, cuyo rendimiento ha aumentado hasta ubicarse en 5% (Gráfico 6.B), el nivel más alto desde el 2007.

Cabe señalar que la menor demanda de esos títulos está asociada a una tendencia a la desdolarización de la economía mundial y la diversificación de divisas que se usan en el comercio que, a su vez se relaciona con la tendencia hacia una fragmentación de la economía mundial en bloques separados.

Gráfico 6. Deuda pública en Estados Unidos



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 30 de octubre de 2023.

Como se mencionó en el IPM de julio del 2023, uno de esos bloques es el grupo de los BRICS, conformado por Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica, que en su reunión de agosto pasado aprobó la admisión de seis países: Irán, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Argentina, Egipto y Etiopía, a partir del 1° de enero del 2024. Esta medida amplía el peso relativo de dicho bloque dentro de la economía mundial.

¹³ ["La deuda mundial reanuda su tendencia ascendente"](#), 13 de setiembre del 2023.

En esa misma reunión, se discutió la intención del bloque de explorar mecanismos para comerciar con monedas locales en lugar del dólar estadounidense, así como lograr acuerdos financieros y sistemas de pago alternativos.

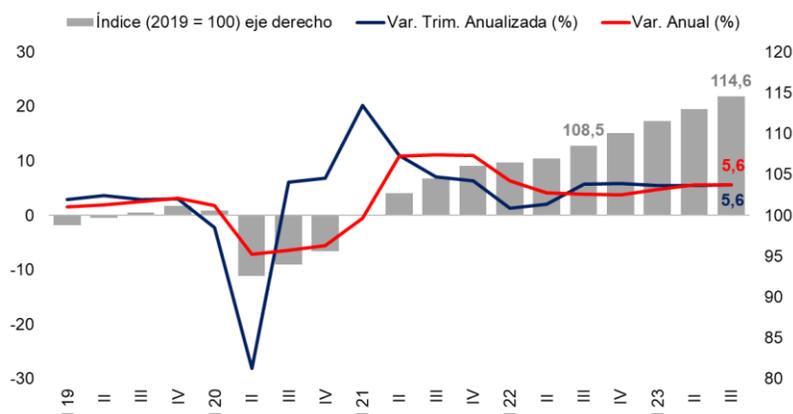
Por último, el conflicto armado entre Israel y Hamás ha despertado interrogantes sobre sus posibles repercusiones en los mercados financieros y en la economía global. Un conflicto militar más amplio en el Medio Oriente podría reducir el suministro de petróleo y aumentar sus precios, reducir la capacidad de crecimiento económico y la confianza de los agentes económicos. En particular, si Irán participara, las consecuencias económicas podrían ser significativas ya que por el estrecho de Ormuz (ubicado frente a dicho país) transita el 30% del petróleo que se transporta por mar y el 20% de lo que se consume en el mundo, lo que tendría efectos directos sobre el precio del petróleo. Además, en caso de que este hecho fortaleciera aún más al dólar, en su condición de activo de refugio, los países con altos niveles de deuda denominada en esa moneda se afectarían negativamente.

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

En el tercer trimestre del 2023 la actividad económica continuó con altas tasas de crecimiento.

En dicho lapso, el PIB en volumen registró una variación interanual de 5,6% (Gráfico 7), que, aunque es ligeramente inferior a la del segundo trimestre, superó en 1,8 p.p. a la de igual periodo del 2022. Además, en este ejercicio se revisó al alza el crecimiento interanual de los dos trimestres previos, en su orden, 0,4 y 0,9 p.p. con respecto a las cifras publicadas en el IPM de julio pasado. La variación trimestral anualizada del tercer trimestre (5,6%) es similar a la de los dos trimestres previos (5,5% en promedio)¹⁴, lo cual es un indicio del sostenido buen desempeño de la producción.

Gráfico 7. PIB trimestral en volumen (tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁴ Si bien al anualizar una tasa de variación aumenta su variabilidad, es un indicador de coyuntura capaz de brindar una lectura anual con base en el panorama actual.

Por componentes del gasto (Gráfico 8.A), en el trimestre en comentario el crecimiento de la actividad económica fue determinado mayormente por la demanda externa, seguida en orden de importancia por el consumo final de los hogares y la formación de capital fijo.

El gasto en consumo final de los hogares mantuvo la tendencia creciente registrada en los dos trimestres previos. Particularmente, en el tercer trimestre creció 4,9% (2,0 p.p. más que en el último trimestre del 2022), debido al efecto positivo sobre el ingreso disponible real de los hogares, de la mejora en los términos de intercambio, la reducción de la inflación y la apreciación del colón. Los rubros del consumo que más crecieron fueron los servicios de comida, bebidas, salud, enseñanza y alquiler de vivienda, a lo que se sumó la adquisición de vehículos y productos alimenticios.

El consumo del Gobierno revirtió los resultados negativos de los dos primeros trimestres, aunque con un crecimiento menor al 1,0%. La recuperación obedeció al incremento en la compra de bienes y servicios, dado que se mantiene la contención del gasto en remuneraciones en los servicios de administración pública, enseñanza y salud.

En relación con la formación de capital fijo, su impulso¹⁵ fue resultado tanto de la mayor inversión en nuevas construcciones privadas no residenciales y residenciales, como del aumento en la importación de maquinaria y equipo, particularmente de transporte. Lo anterior fue atenuado por la persistente disminución en la construcción en infraestructura pública, debido a la menor ejecución de proyectos relacionados con la generación eléctrica e infraestructura hospitalaria.

Al igual que en periodos previos, en el tercer trimestre del año en curso las exportaciones totales mostraron tasas de crecimiento de dos dígitos, mientras que las importaciones se aceleraron por las compras de servicios.

Pese al buen desempeño de las exportaciones, en el tercer trimestre tendieron a desacelerarse y su comportamiento continuó disímil según régimen de comercio. Las ventas externas de bienes por parte de las empresas del régimen especial crecieron 22,1%, mientras que en las del régimen definitivo aumentaron 1,1%¹⁶. En cuanto a los servicios (9,9%), si bien el resultado fue positivo, se desaceleró 1,7 p.p. con respecto al trimestre previo, especialmente por la evolución de la demanda externa por servicios informáticos y empresariales en las empresas del régimen especial.

Las importaciones se aceleraron desde el segundo trimestre del año en curso, en mayor medida por la evolución de los servicios, específicamente por el flujo de costarricenses hacia el resto del mundo (11,4%, desde 7% el trimestre anterior). En cuanto a los bienes (1,2%), su resultado estuvo asociado a las compras de combustibles, vehículos, productos alimenticios e insumos vinculados con la industria eléctrica, electrónica además de equipo de transporte.

¹⁵Este rubro creció a tasas de dos dígitos en el segundo y tercer trimestres del presente año.

¹⁶ Si bien es una tasa baja, denota una mejora al compararse con el -1,1% y 1,0% del primer y segundo trimestre de este año. En este resultado influyó el desempeño favorable de las exportaciones agrícolas (piña, raíces, tubérculos, hortalizas y banano), aunque atenuado por la menor demanda por productos manufacturados (llantas, productos de papel y envases de vidrio) y agroindustriales (café, carne).

El crecimiento fue generalizado en todas las actividades (Gráfico 8.B), pero destacó la significativa aceleración en la construcción y la mejora en los servicios empresariales y la manufactura.

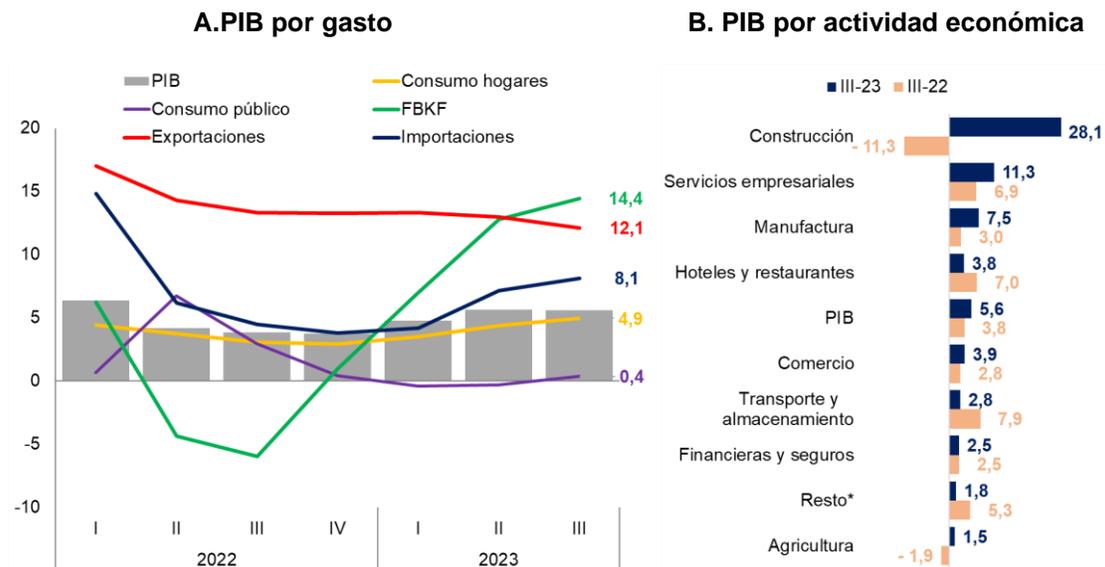
Después de la contracción experimentada en la mayor parte del 2022, la construcción tornó a valores positivos en el 2023, con tasas de dos dígitos en el segundo y tercer trimestre. La recuperación fue impulsada por la construcción con destino privado antes comentada. Caso contrario ocurrió con la construcción con destino público, que continuó en descenso debido a la menor ejecución en proyectos de generación eléctrica e infraestructura hospitalaria, cuyo efecto fue parcialmente compensado por la mayor ejecución de proyectos por municipalidades y obras de infraestructura vial realizados por el Ministerio de Obras Públicas y Transportes (MOPT) y el Consejo Nacional de Vialidad (Conavi).

En la manufactura, el crecimiento continuó diferenciado según régimen de comercio. Mientras la producción de las empresas de régimen especial sigue con un desempeño positivo (16,6%), las del régimen definitivo (0,8%) muestran una mejora con respecto a los trimestres previos, en productos alimenticios como frutas y legumbres, pollo, carne, leche, bebidas, además de sustancias químicas (plástico y pinturas).

Los servicios empresariales siguen impulsados por la mayor demanda externa en el grupo de empresas del régimen especial, así como por el incremento en la producción de servicios de publicidad y contabilidad del régimen definitivo (crecimiento de dos dígitos) y de las agencias de viajes. El resultado de esta última actividad, así como el de hoteles y restaurantes está vinculado con el aumento en el turismo.

Gráfico 8. PIB trimestral en volumen por gasto y por actividad económica (tendencia ciclo)

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.

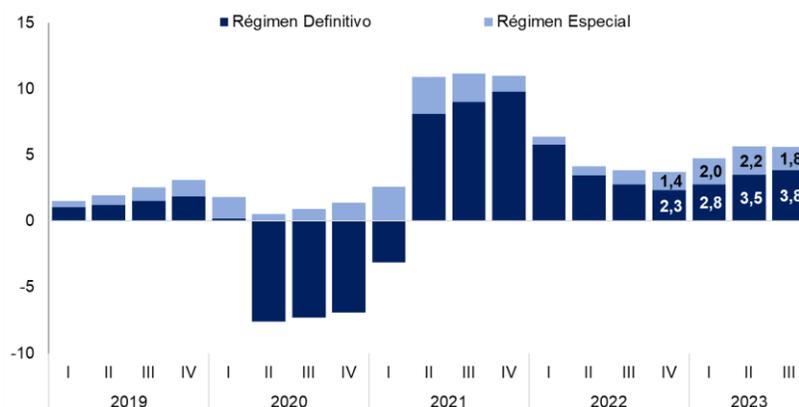
Acorde con la evolución del consumo privado, la actividad comercial denota, en particular, la mayor venta de vehículos, productos alimenticios y farmacéuticos y la recuperación en las ventas de productos alimenticios, materiales de construcción, de productos eléctricos y electrónicos. En lo referente al transporte y almacenamiento, si bien su tasa se moderó con respecto a un año atrás, el crecimiento fue determinado por los servicios de peajes, aeropuertos, puertos y transporte de carga, coherente con el incremento de la movilidad de personas, del ingreso al país de turistas por vía aérea y de mercancías.

Es destacable también la evolución de la actividad agrícola, la cual acumuló 4 trimestres consecutivos de crecimiento, luego de la caída en periodos previos. Esta recuperación fue propiciada por condiciones climatológicas favorables para algunos productos y la reducción en el precio de los insumos agropecuarios. Particularmente, destacó el aumento en la producción de banano, piña y productos de ciclo corto (raíces, tubérculos, hortalizas), así como la incipiente recuperación en la producción de leche y huevos¹⁷.

Por régimen de comercio, la aceleración del PIB en el tercer trimestre del 2023 estuvo determinada por la recuperación de la actividad del régimen definitivo. Del 5,6% de crecimiento del PIB en dicho lapso, 3,8 p.p. (alrededor del 68%) se atribuye al aumento en la producción de ese régimen (Gráfico 9).

Gráfico 9. PIB trimestral 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.

Por último, aunque el PIB es un indicador relevante para analizar el estado general de una economía, no es el más apropiado para valorar otras dimensiones del desarrollo económico, como la capacidad de consumo y los efectos distributivos de dicho crecimiento. Para ello existen indicadores de cuentas nacionales, como el ingreso disponible y la riqueza neta de los hogares, que permiten analizar la distribución de grupos específicos de hogares (Recuadro 1).

¹⁷ La restricción de ingreso al mercado panameño desde mediados del 2020, aunado al incremento en el precio de los insumos agropecuarios llevaron a la contracción de esta actividad en el bienio 2021-2022.

Recuadro 1. Cuentas nacionales distributivas

El Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) proporciona los montos totales del ingreso, consumo y ahorro de los hogares y los vínculos entre ellos, lo cual permite tener una visión completa y coherente de la estadística macroeconómica. Sin embargo, no captura las disparidades entre los diferentes grupos de hogares, información que es relevante para mejorar la eficacia de las políticas económicas y, por consiguiente, aumentar el bienestar de los ciudadanos.

La necesidad de contar con estadísticas que reflejen el bienestar económico de las personas¹⁸ llevó a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y a la Oficina Europea de Estadística (Eurostat) a organizar un grupo de expertos (EG-DNA) con el fin de crear una metodología internacional comparable para generar medidas de desigualdad acordes con los conceptos y las cifras de cuentas nacionales.

La metodología propuesta combina dichas cuentas con fuentes de microdatos (por ejemplo, encuestas y registros administrativos). Esta combinación permite elaborar cuentas nacionales distributivas que contribuyen a una mejor comprensión del fenómeno de la desigualdad.

En el 2017 el BCCR participó en un primer ejercicio de medidas distributivas de los hogares costarricenses. Dicho ejercicio fue dirigido por el Banco Mundial y se sustentó en la metodología desarrollada por el EG-DNA¹⁹, por lo cual requirió la integración de los datos del SCN con fuentes de microdatos provenientes de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (Enigh) y la Encuesta Nacional de Microemprendimiento de los Hogares (Enameh). Este estudio constituye un aporte al análisis de este tema en el país, dado que las investigaciones previas se han enfocado en la distribución del ingreso.

En junio del presente año el BCCR actualizó el ejercicio con cifras al 2018, año para el cual se dispone de los últimos datos de la Enigh. Los resultados muestran desigualdades en el ingreso, consumo y ahorro entre los hogares clasificados según quintil²⁰ de ingreso equivalente²¹, pues en todas estas variables la mayor proporción está concentrada en el quintil 5, que incluye a los hogares con los ingresos más altos. Esto confirma los hallazgos de otros estudios²² sobre la distribución del ingreso basados en datos de encuestas.

¹⁸ Dicha necesidad fue señalada en el “Informe de la Comisión sobre la Medición del Desarrollo Económico y del Progreso Social (2009)” elaborado por Joseph E. Stiglitz, Amartya Sen y Jean-Paul Fitoussi.

¹⁹ Los ejercicios elaborados por el EG-DNA son considerados como estadística experimental; es decir, son estadísticas oficiales que siguen sujetas a pruebas de calidad, volatilidad y capacidad para satisfacer las necesidades de los usuarios. Sin embargo, su documentación metodológica permite que otros países (fuera del grupo de expertos) realicen sus propios cálculos.

²⁰ En este contexto, un quintil representa un grupo ordenado por nivel de ingreso (de menor a mayor) que comprende el 20% de los hogares. Así, por ejemplo, el quintil 1 se refiere al primer 20% de esta distribución ordenada, que corresponde a los hogares de menores ingresos. A su vez, el quintil 5 se refiere al 20% del total de hogares con mayores ingresos.

²¹ Las unidades de consumo equivalente en cada hogar se definen según la escala de equivalencia modificada de la OCDE, que otorga un valor de 1 a la persona de referencia del hogar, 0,5 a cada adulto adicional de 14 años o más y 0,3 a cada niño menor de 14 años. La persona de referencia es quien tiene más responsabilidad en la toma de decisiones y aporta la mayor parte de los recursos económicos del hogar.

²² Véase, por ejemplo: Mata, C., Oviedo, L. y Trejos, J.D. (2020). Anatomía de la Desigualdad del Ingreso en Costa Rica pre Covid-19. Ponencia presentada como investigación base para el Informe Estado de la Nación 2020 (no. 26), Capítulo 8: balance 2020 equidad e integración social. Programa Estado de la Nación. Consejo Nacional de Rectores.

Este recuadro presenta un resumen de los resultados para las tres variables antes mencionadas. Los hogares se agruparon sobre la base del ingreso disponible ajustado por unidad de consumo equivalente con el fin de tener en cuenta las diferencias en su tamaño y composición:

Resultados del ingreso

Los ingresos percibidos por los hogares provienen de alquileres, propiedad de empresas no constituidas en sociedad (ingreso mixto), remuneración como empleados, renta de la propiedad y transferencias. Asimismo, disminuyen debido al pago de impuestos (sobre el ingreso y la riqueza) y a las contribuciones sociales.

Los componentes de los ingresos de los hogares costarricenses en el 2018 se muestran en el Cuadro 1.1. Todos los componentes evidencian un nivel relativamente alto de desigualdad, pero esta es superior en la **renta de la propiedad**, en la cual la media del quintil 5 supera en alrededor de 5,3 veces a la media global en términos de unidades de consumo equivalente.

Probablemente, de mayor relevancia resulta la desigualdad observada en las **remuneraciones**, dado que este componente representa cerca del 67% de los ingresos brutos totales de los hogares. En este caso, la media del quintil 5 es 2,9 veces superior a la media global en unidades de consumo equivalente. Asimismo, los hogares de mayores ingresos reciben en promedio una remuneración 21,1 veces superior a la que perciben los más pobres.

Cuadro 1.1. Componentes del ingreso disponible de los hogares en el 2018

En millones de colones y porcentajes

Componentes del Ingreso	Total	Hogar promedio ¹	Participación según quintil de ingreso equivalente (en porcentajes)				
			I	II	III	IV	V
(+) Ingreso por alquiler de vivienda (excedente de explotación bruto)	2 303 374	1,5	7,9	9,9	13,6	22,9	45,6
(+) Ingreso mixto	3 168 108	2,1	6,3	8,0	13,3	19,7	52,8
(+) Remuneración de los asalariados	16 140 559	10,5	2,8	7,7	12,9	22,2	54,3
(+) Renta de la propiedad neta recibida	3 724 514	2,4	0,3	0,1	9,5	5,8	84,5
(-) Impuestos corrientes sobre el ingreso, la riqueza, etc.	676 994	0,4	-	0,1	0,1	4,8	95,0
(-) Contribuciones sociales netas	4 698 606	3,1	2,3	7,0	12,2	22,0	56,5
(+) Prestaciones sociales distintas de las transferencias sociales en especie	2 519 491	1,6	8,0	8,7	9,0	14,7	59,6
(+) Otras transferencias corrientes (netas)	1 669 332	1,1	10,5	16,8	16,9	20,4	35,4
Ingreso disponible bruto	24 149 778	15,7	4,6	7,9	12,9	19,0	55,6
(+) Transferencias sociales en especie	4 301 268	2,8	21,7	24,0	21,1	19,5	13,7
Ingreso disponible bruto ajustado	28 451 047	18,5	7,2	10,3	14,1	19,1	49,3

¹Se calcula como el monto total de cada componente entre la cantidad de hogares según ENIGH 2018 (1 538 704 hogares).

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En forma congruente con las diferencias existentes en la distribución de las fuentes de ingreso, los hogares ubicados en el quintil 5 pagaron la mayoría (95%) de los **impuestos aplicados sobre el ingreso y la riqueza**²³. La relación de valor de dicho quintil en relación con la media

²³ Los más sobresalientes en Costa Rica son los impuestos sobre la renta, la propiedad y traspasos.

global fue de 5,1 veces. De igual modo, los pagos de las **contribuciones sociales netas**²⁴ se concentraron en los hogares del quintil más alto, con un 57% del total, aunque en este caso se observa un aumento progresivo en la distribución porcentual según quintil.

También en línea con la distribución del ingreso, las **transferencias sociales en especie**, constituidas por los bienes y servicios suministrados por el sector gobierno y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, como los servicios de enseñanza y salud públicos, se concentraron en los quintiles de menores ingresos, aunque este componente muestra una menor desigualdad²⁵ relativa en la distribución: la relación del quintil 5 con respecto a la media global es de 0,7 veces en términos de unidades de consumo equivalente.

Las **prestaciones sociales distintas de las transferencias sociales en especie**, que incluye las transferencias corrientes que reciben los hogares para atender circunstancias como enfermedad y jubilación²⁶, entre otras, son relativamente uniformes en los quintiles 1, 2 y 3, pero están altamente concentradas en el quintil 5, con un 60% del total (17% en los quintiles 1 y 2). Dado lo anterior, la relación de valor del quintil más alto respecto a la media global fue de 3,2 veces más, en términos de unidades de consumo equivalente. Este hecho se asocia con la considerable desigualdad registrada en el caso de las remuneraciones, debido al vínculo existente entre esta variable y las pensiones.

De igual modo, las **transferencias corrientes netas**²⁷ presentan una menor desigualdad que otros componentes, pues la relación del quintil más alto a la media global fue de 1,9 veces.

Dado el comportamiento antes comentado, tanto el **ingreso disponible bruto como el ajustado** (incluye las transferencias sociales en especie) presentan un alto grado de desigualdad; la media del quintil 5 es superior a la media global en 3,0 y 2,6 veces respectivamente, en unidades de consumo equivalente. Sin embargo, cabe resaltar que la incorporación de las transferencias sociales en especie contribuye a reducir la desigualdad.

Resultados del consumo y el ahorro

El Cuadro 1.2 detalla el **consumo final de los hogares** correspondiente al 2018 según su finalidad. Los datos muestran que la distribución del consumo es menos desigual que la del ingreso disponible bruto y ajustado de los hogares, toda vez que la relación de valor del quintil más alto con respecto a la media global fue de 2,2 veces, en términos de unidades de consumo equivalente. En el consumo efectivo, que considera las transferencias sociales en especie, esa relación es de 1,9 veces, lo cual indica que, al igual que en el caso del ingreso, dichas transferencias contribuyen a reducir la desigualdad.

²⁴ Las contribuciones sociales netas son pagos efectivos o imputados al sistema de seguridad social. Dichos pagos pueden realizarlos los empleadores en nombre de los asalariados y forman parte de la remuneración de los empleados, o bien los mismos hogares en calidad de empleadores.

²⁵ Al analizar la distribución según tipo de transferencia social en especie, se observa que la educación tiene una concentración de 72% en los quintiles más bajos (del I al III) en tanto que salud muestra un 61%; es decir, los hogares de mayores ingresos utilizan más los servicios de salud pública que los de educación pública.

²⁶ El sistema de pensiones nacional está constituido sobre la base de cuatro pilares: a) el contributivo obligatorio, b) el complementario obligatorio, c) el complementario voluntario y d) el no contributivo, los cuales dan origen al pago de prestaciones sociales a los hogares. Adicionalmente, incluye los subsidios por enfermedad y maternidad.

²⁷ Transferencias corrientes realizadas a los hogares por: a) hogares y otros sectores de la economía o resto del mundo (como las remesas), b) instituciones sin fines de lucro, c) el Gobierno (por ejemplo, becas para educación).

Cuadro 1.2. Gasto de consumo de los hogares según su finalidad en el 2018

En millones de colones y porcentajes

Consumo según finalidad	Total	Hogar promedio ¹	Participación según quintil de ingreso equivalente (en porcentajes)				
			I	II	III	IV	V
Alimentos y bebidas no alcohólicas	5 011 787	3,3	14,2	17,9	19,1	21,6	27,2
Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes	372 132	0,2	5,1	5,4	14,5	18,8	56,2
Prendas de vestir y calzado	706 129	0,5	7,5	12,3	16,8	22,3	41,1
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	3 553 739	2,3	9,7	12,8	17,0	22,6	37,9
Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	1 229 740	0,8	16,2	17,7	18,8	21,5	25,8
Salud	1 317 498	0,9	7,9	9,0	13,8	21,7	47,6
Transporte	3 123 851	2,0	7,7	10,1	14,4	22,3	45,5
Comunicaciones	712 324	0,5	8,4	12,7	17,6	24,6	36,6
Recreación y cultura	1 955 842	1,3	7,5	10,5	12,8	20,7	48,4
Educación	1 023 420	0,7	2,0	6,6	8,9	25,2	57,3
Restaurantes y hoteles	1 063 040	0,7	6,6	9,8	14,8	23,4	45,3
Otros bienes y servicios	2 901 223	1,9	5,1	9,9	14,0	23,3	47,8
Gasto de Consumo Final	22 970 726	14,9	9,2	12,5	15,8	22,3	40,2
Gasto de Consumo Final Efectivo ²	27 271 995	17,7	11,2	14,3	16,6	21,9	36,0

¹Se calcula como el monto total de cada partida entre la cantidad de hogares según Enigh 2018 (1 538 704 hogares).

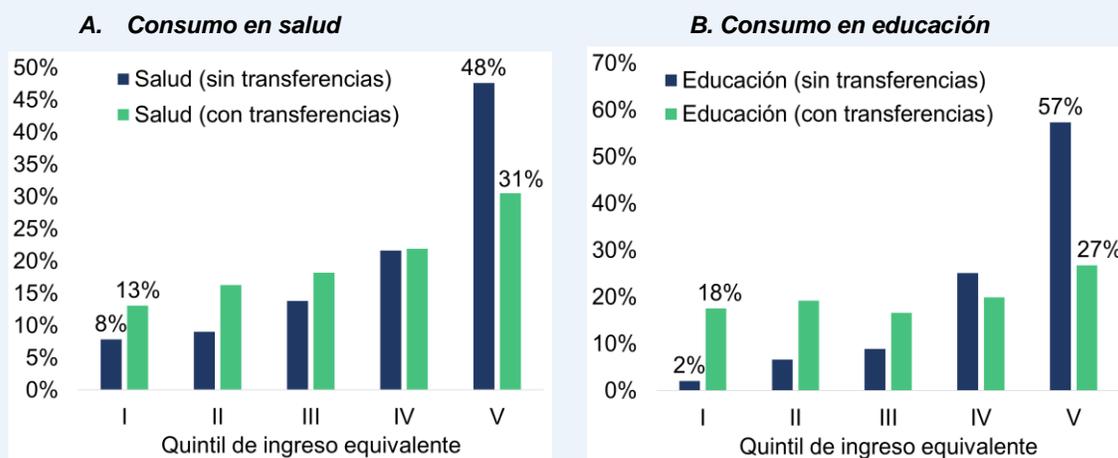
²Corresponde al gasto de consumo final más las transferencias sociales en especie.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Al examinar el consumo de servicios de salud y educación, se aprecia que los hogares más ricos (quintil 5) consumieron un 48% del primer rubro (8% el quintil más bajo), mientras que el gasto en educación de los hogares del quinto quintil representó 57% del total (2% el quintil más bajo), lo cual indica una alta desigualdad en la distribución de ambos servicios, que es superior en este último. Esto es particularmente relevante, pues la desigualdad en educación tiende a perpetuar la desigualdad en oportunidades y en distribución del ingreso y riqueza.

La incorporación del gasto derivado de las transferencias sociales en especie disminuye la desigualdad (Gráfico 1.1). Así, la participación del quintil de mayores ingresos se reduce a 31% y 27%, respectivamente, en estos servicios (13% y 18% el quintil más bajo, en igual orden).

Gráfico 1.1. Gasto de consumo en salud y educación con y sin transferencias sociales en especie



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En lo que respecta al ahorro²⁸, la tasa de ahorro calculada por quintil de ingreso equivalente resultó negativa en todos los casos (el gasto superó a los ingresos) con excepción del quinto quintil, que registró una tasa de 31%²⁹.

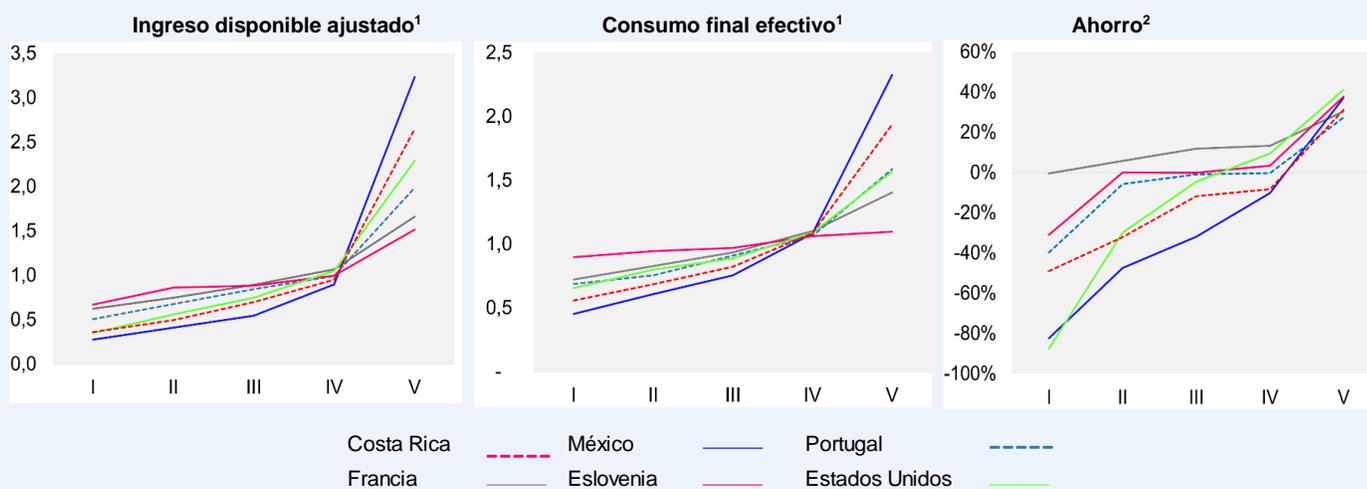
Comparación de las cuentas nacionales distributivas de Costa Rica con otros países

Para tener una referencia de la situación de Costa Rica con respecto a otros países, se compararon los indicadores de ingreso, consumo y ahorro del país con los de una muestra de 12 naciones que participaron en el segundo ejercicio de medidas distributivas efectuado por la OCDE en el 2017.

Los resultados presentaron, en general, una mayor homogeneidad en el ingreso y el consumo, en comparación con el ahorro, aunque hay una brecha significativa del quintil 5 con respecto a los demás quintiles en todos los países, excepto Eslovenia que es el menos desigual.

Asimismo, las cifras evidenciaron diferencias importantes entre países en el grado de desigualdad; particularmente, Costa Rica resultó ser el segundo más desigual (luego de México) en los dos primeros indicadores analizados en el año de referencia (Gráfico 1.2)³⁰. Dado que estos datos están ajustados por las transferencias sociales en especie, el resultado de Costa Rica evidencia la necesidad de una política pública orientada a mejorar la distribución más efectiva del ingreso.

Gráfico 1.2. Indicadores de medidas distributivas para un conjunto de países seleccionados



¹ Posición relativa de cada grupo de hogares con respecto al promedio, según quintil de ingreso equivalente.

² Porcentaje del ingreso disponible ajustado según quintil de ingreso equivalente.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del segundo ejercicio del grupo EG-DNA.

²⁸ El ahorro se define como la diferencia entre el ingreso disponible y el consumo final efectivo más el cambio en el patrimonio neto de los hogares en los fondos de pensión (ajuste por la variación de los derechos de pensión).

²⁹ Las tasas de los quintiles I, II, III y IV fueron de -49%, -32%, -12% y -8%, respectivamente.

³⁰ El gráfico incluye los resultados de solo 6 de los 12 países analizados para facilitar su visualización.

En el caso del ahorro, como se indicó antes, los resultados son más heterogéneos. Siete de los países comparados presentaron tasas de ahorro negativas solo en el primer quintil (el de menor ingreso); dos presentaron tasas negativas en los tres primeros quintiles de ingreso, y solo México y Costa Rica mostraron tasas negativas en todos los quintiles, excepto en el de ingresos más altos.

Destacan los resultados de Francia y Estados Unidos; el primero registró las tasas de ahorro menos desiguales entre quintiles, mientras que el segundo presenta, entre todos los países analizados, una elevada desigualdad, pues los hogares más ricos mostraron una tasa de ahorro del 41%, mientras que en el quintil más bajo su tasa de ahorro es negativa en 87%. No obstante, en los quintiles 2, 3 y 4 la distribución de este país es menos desigual en comparación con Costa Rica y México.

Consideraciones finales

Las cuentas nacionales distributivas son relevantes para mejorar la eficiencia de las políticas públicas en cualquier país, pero en la coyuntura actual de Costa Rica resultan trascendentales debido al aumento observado en los últimos años en la desigualdad. Este hecho se evidencia en la trayectoria del coeficiente de Gini³¹, el cual se ubicó en 0,524 en el 2021, su valor más alto desde 1987³², aunque en el 2022 bajó a 0,504. Además, los datos de dicho indicador evidenciaron que en el 2021 Costa Rica fue el país más desigual entre los 38 miembros de la OCDE.

El aumento de la desigualdad impacta negativamente el crecimiento económico a largo plazo. La OCDE (2015)³³ estima que en un horizonte de 25 años un aumento de 1 punto en el coeficiente de Gini reduce el crecimiento promedio del PIB en alrededor de 0,12 puntos porcentuales por año, con una pérdida acumulada de 3%. Asimismo, concluye que la desigualdad tiene un impacto negativo en el crecimiento económico por medio del capital humano, pues cuanto más amplia es la desigualdad, menor es la posibilidad de que las personas de bajos ingresos inviertan en educación.

Lo anterior pone de manifiesto la importancia de avanzar en el estudio de este tema a fin de que se puedan obtener medidas distributivas del ingreso, consumo y ahorro de los hogares con cierta regularidad, bajo una metodología definida y comparable internacionalmente. Además, se considera útil incluir medidas de la riqueza neta de los hogares (activos menos pasivos).

Una visión integral de la distribución del ingreso, consumo, ahorro y riqueza es relevante para mejorar el análisis de la desigualdad y el impacto de la política monetaria en las decisiones económicas de los hogares. Estas medidas contribuirían a mejorar el diseño de políticas más inclusivas y eficientes, y así promover una mayor equidad en la sociedad costarricense.

³¹ Es un indicador de la desigualdad del ingreso de las personas en la sociedad. Su valor varía entre 0 y 1, cuando se acerca a 1 muestra que existe una mayor concentración, en tanto cuanto más cercano 0 resulte, indica una mayor uniformidad en la distribución del ingreso. Ver: <https://inec.cr/indicadores/coeficiente-gini-persona>

³² Según Informe Estado de la Nación 2022, pág. 84.

³³ OECD (2015), In It Together: Why Less Inequality Benefits All, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264235120-en>

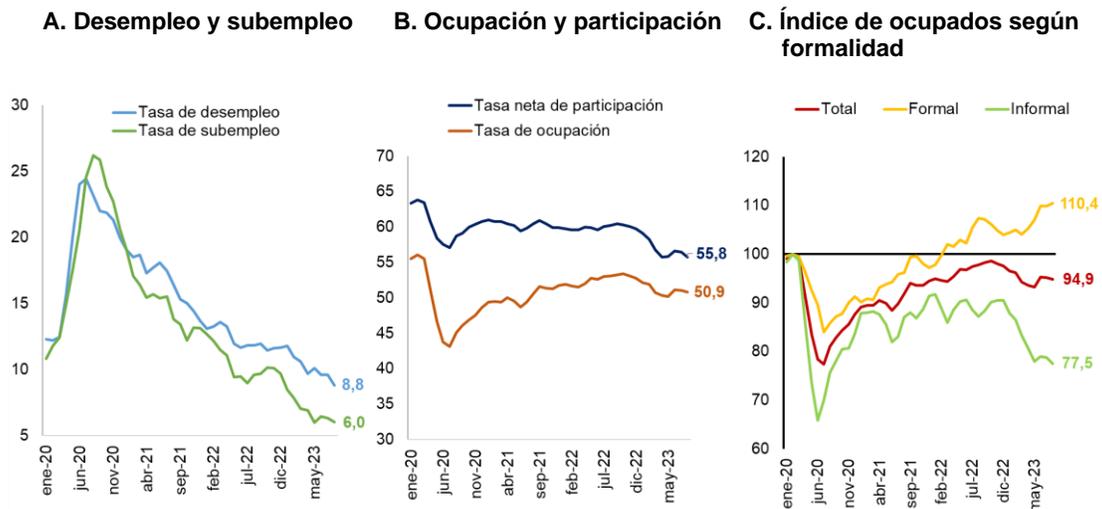
La tasa de desempleo continúa a la baja, conjuntamente con una menor participación laboral.

En el trimestre móvil finalizado en agosto, las tasas de desempleo³⁴ y de subempleo se ubicaron en 8,8% y 6,0%, respectivamente, lo que significó una reducción de 3,0 p.p. y 3,6 p.p. con respecto a los valores registrados un año atrás (Gráfico 10.A).

La disminución en el desempleo está influida tanto por el mayor nivel de actividad económica como por una participación laboral que mantiene un comportamiento a la baja (Gráfico 10.B), principalmente como resultado de factores demográficos asociados con la salida de trabajadores del mercado por alcanzar una edad avanzada, así como otros de índole estructural (por ejemplo, la limitación en la participación de las mujeres debido al recargo del cuidado de niños y adultos mayores) que impiden la plena inserción de ciertos grupos de personas³⁵. En particular, en agosto la tasa neta de participación se ubicó en 55,8% (60,2% un año atrás).

Gráfico 10. Indicadores del mercado laboral.

En porcentajes



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

En contraste, la tasa de ocupación continúa en torno a 51%, inferior al valor medio del año previo (52,5%). Este estancamiento pone de manifiesto que el aumento del empleo formal ha sido insuficiente para compensar la caída en el empleo informal. En agosto, el

³⁴ 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.

³⁵ Un análisis más amplio sobre la evolución reciente de la participación, la ocupación y el desempleo se encuentra disponible en el recuadro 1 del [Informe de Política Monetaria de julio de 2023](#)

nivel de este último fue 22,5 p.p., menor al registrado antes de la pandemia, mientras que el empleo formal aumentó en más de 10 p.p. (Gráfico 10.C)³⁶.

Continúa la recuperación de los ingresos reales, pero todavía siguen por debajo de los niveles prepandémicos.

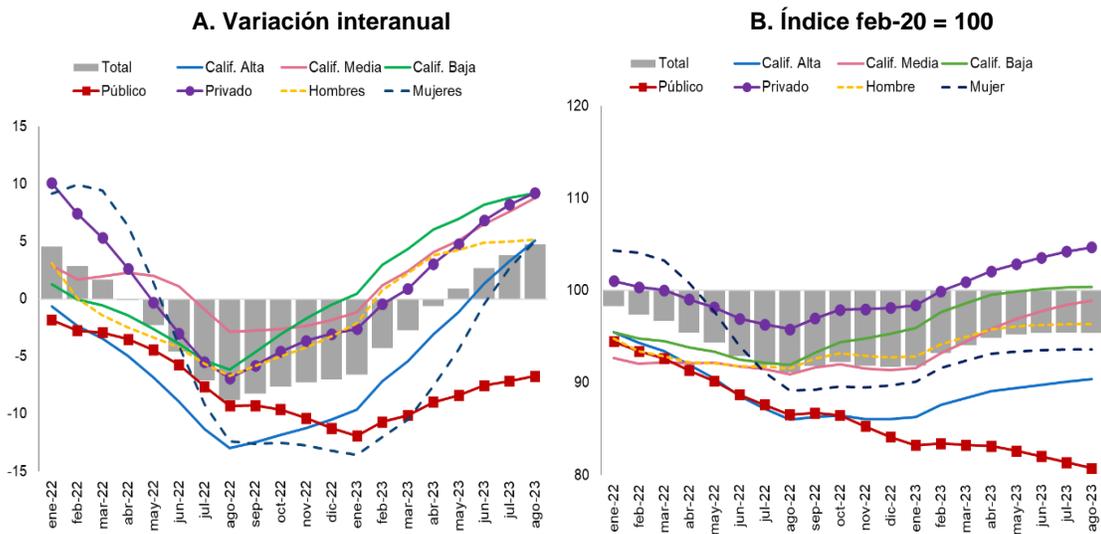
Desde la segunda mitad del 2022 el crecimiento interanual de los ingresos reales de los hogares se ha acelerado debido a la reducción en la tasa de inflación, aunque con diferencias según sexo, nivel de calificación y sector institucional en el que laboran.

En términos globales, el ingreso real promedio creció a agosto a una tasa interanual de 4,7%. En el caso de los trabajadores del sector privado y de calificación media y baja, el aumento fue cercano a 9,0%, mientras que, para los trabajadores de calificación alta, hombres y mujeres, el incremento fue de alrededor del 5,0%. En contraste, el ingreso de los trabajadores del sector público ha caído desde el 2022 (Gráfico 11.A).

El aumento de los salarios no ha sido suficiente para que el salario promedio real alcance los niveles registrados antes de la pandemia, aunque en promedio, los trabajadores del sector privado alcanzaron dicho nivel a principios del 2023 (Gráfico 11.B).

Gráfico 11. Ingreso real en la ocupación principal según calificación, sexo y sector institucional.

Variación interanual en porcentajes e índice feb-20 = 100.



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

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

³⁶ De acuerdo con el panel de la Encuesta Continua de Empleo, del total de trabajadores que pasaron de estar ocupados a ubicarse fuera de la fuerza de trabajo entre el primer y el segundo trimestre del 2023, el 74,5% correspondió a ocupados informales.

Así, los indicadores del mercado laboral han mejorado, desde varios puntos: las tasas de desempleo y subempleo son menores, los salarios reales de algunos grupos han crecido y el empleo formal aumentó, lo que significa que hay una mayor proporción de trabajadores cuyas condiciones laborales son superiores en relación con las que experimentaban bajo la informalidad; no obstante, la tasa de ocupación se ha estancado y la tasa de participación continúa a la baja.

La menor participación laboral podría implicar a futuro un mayor costo para atender una demanda de trabajo al alza, dado el impulso de la economía en trimestres recientes. Las mejores condiciones laborales, se manifiestan a su vez como presiones al alza sobre los salarios del sector privado, lo que a su vez se correlaciona con el cierre de la brecha del producto y que podría demandar alguna acción de política monetaria.

Finalmente, es importante mencionar que la tasa de desempleo acumula tres meses consecutivos en valores cercanos a la estimación de la tasa natural de desempleo que, según Garita y Sandoval (2023), se ubica entre 9,0% y 10,9%³⁷.

El mayor nivel de actividad económica, la tendencia decreciente en la razón deuda pública a PIB, la estabilidad del mercado cambiario, la reducción del desempleo y de la inflación, incidieron positivamente en la confianza de los consumidores, pero en las expectativas de los empresarios los resultados son disímiles.

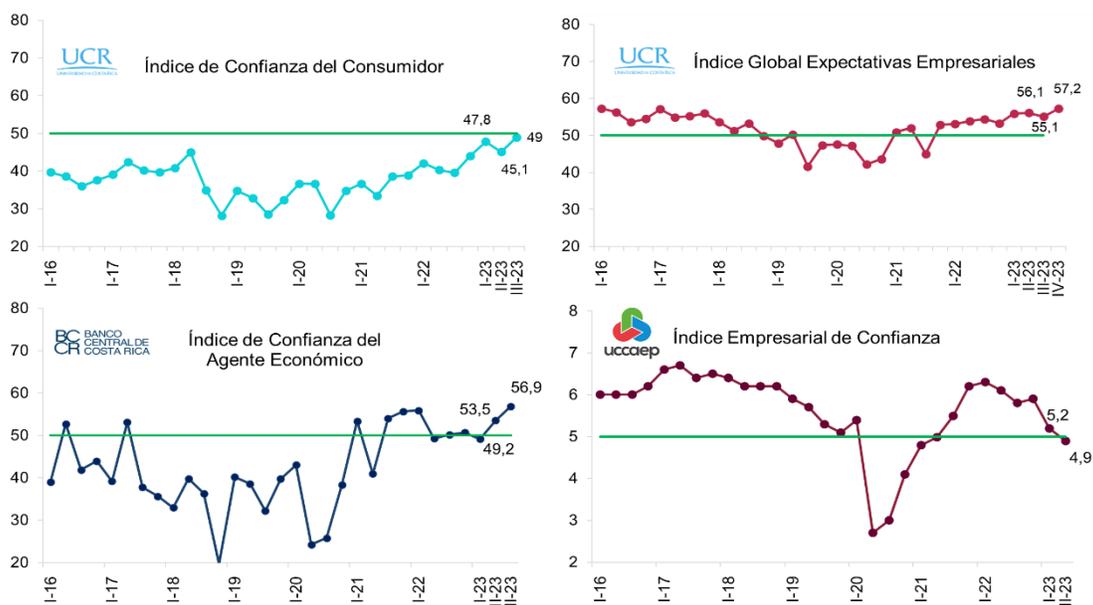
El Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Costa Rica presentó un repunte de 3,9 p.p. en el tercer trimestre de este año con respecto al previo, aunque aún se encuentra en terreno pesimista (Gráfico 12). Por su parte, el Índice de Confianza del Agente Económico³⁸, calculado por el BCCR, mejoró en 3,4 p.p. y continuó denotando optimismo.

En el caso de las expectativas de los empresarios, los indicadores muestran señales mixtas. El Índice Global de Expectativas Empresariales muestra optimismo, toda vez que aumentó 2,1 p.p. en el cuarto trimestre del 2023, mientras que el Índice Empresarial de Confianza publicado por la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (Uccaep), con información al segundo trimestre del año en curso, pasó de un nivel optimista en el primer trimestre a uno ligeramente pesimista (disminución de 0,3 p.p.).

³⁷ Garita, J. y Sandoval, C. (2023). Indicadores de holgura en el mercado laboral costarricense. Documento de trabajo N° 2-2023. Departamento de Investigación Económica. División Económica. Banco Central de Costa Rica.

³⁸ Los encuestados son académicos vinculados al área económica, analistas financieros, consultores en temas económicos o financieros y empresarios.

Gráfico 12. 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.

En el tercer trimestre del 2023 las transacciones de Costa Rica con el resto del mundo fueron determinadas por la mejora en los términos de intercambio, el incremento en el turismo receptivo y el alto crecimiento de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca.

Las condiciones anteriores llevaron a que en dicho lapso el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (0,3% del PIB) disminuyera en 0,5 p.p. con respecto a igual periodo del año previo (Cuadro 1). Las mayores exportaciones de servicios y la reducción en el déficit de bienes permitieron reducir la brecha de la cuenta corriente, a pesar del incremento en los egresos netos por la retribución a los factores productivos³⁹.

El comercio de bienes y servicios generó un superávit equivalente a 1,2% del PIB (0,8% un año antes), resultado de un incremento de las exportaciones (9,6%) más que proporcional al de las importaciones (3,0%).

Las exportaciones de bienes continuaron con un buen desempeño, aunque moderaron su crecimiento en comparación con el año anterior. Al igual que en periodos previos, el comportamiento fue diferenciado entre los distintos regímenes de comercio. Las exportaciones de los regímenes especiales crecieron interanualmente 18,1% y de ellas destacaron las ventas de implementos médicos (válvulas cardiovasculares y catéteres).

³⁹ Principalmente por el rendimiento de la inversión directa y los intereses de los préstamos externos y de la inversión de cartera.

En contraste, las exportaciones del régimen definitivo disminuyeron 3,5%. Esto último determinado por la caída en las ventas de bienes agroindustriales y manufacturados (café, carne y productos de caucho); ese efecto fue compensado parcialmente por el incremento en las ventas de productos agrícolas. El Recuadro 2 presenta detalle sobre el comportamiento de las exportaciones del régimen definitivo en el periodo 2012-2023.

Las importaciones de bienes disminuyeron 0,3% en términos interanuales, debido a la disminución en el valor de las compras externas de los regímenes especiales, aunado al casi nulo crecimiento de las del régimen definitivo. Este resultado se vincula con un efecto base asociado al incremento en los costos de transporte en el año previo⁴⁰.

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	III Trimestre		III Trimestre	
	2022	2023 ^{1/}	2022	2023 ^{1/}
I Cuenta corriente	-554	-280	-0,8	-0,3
A. Bienes	-1 492	-1 034	-2,2	-1,2
Exportaciones FOB	4 375	4 813	6,3	5,5
Importaciones CIF	5 866	5 846	8,5	6,7
Hidrocarburos	613	638	0,9	0,7
B. Servicios	2 051	2 098	3,0	2,4
Viajes	453	483	0,7	0,6
C. Ingreso Primario	-1 279	-1 514	-1,8	-1,7
Intereses de la deuda pública externa	-225	-324	-0,3	-0,4
Resto del ingreso primario	-1 054	-1 190	-1,5	-1,4
D. Ingreso Secundario	166	169	0,2	0,2
II Cuenta de Capital	4	5	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-549	-276	-0,8	-0,3
III Cuenta financiera	-1 993	-459	-2,9	-0,5
Sector Público	-1 682	-112	-2,4	-0,1
Sector Privado	-311	-347	-0,4	-0,4
Pasivos de Inversión Directa	-696	-819	-1,0	-0,9
IV Activos de Reserva	1 444	183	2,1	0,2
Saldo de Activos de Reserva	7 568	11 336	10,9	13,0

^{1/}Cifras preliminares al III trimestre del 2023

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La cuenta de servicios generó un superávit de 2,4% del PIB, como resultado del continuo incremento en los ingresos por turismo y del resto de los servicios (en especial los de apoyo empresarial y de informática e información). Con respecto a la cuenta de viajes, es preciso destacar que, aunque la cantidad de llegadas de turistas fue inferior al observado en el tercer trimestre del 2019 (previo a la pandemia), el ingreso de divisas fue mayor.

Por último, los egresos netos por la retribución a los factores productivos representaron 1,7% del PIB, fundamentalmente por la renta de la inversión directa (reversión de

⁴⁰La factura petrolera registró un aumento congruente con la mayor cantidad de barriles importados (20,3%), dado que el precio de la mezcla de hidrocarburos cayó 13,4%.

utilidades y repatriación de dividendos). Asimismo, los intereses de la deuda pública externa crecieron en este mismo lapso, comportamiento coherente con el mayor nivel de endeudamiento del país en un contexto de tasas de interés internacionales más altas.

En el tercer trimestre del 2023 Costa Rica recibió financiamiento externo equivalente a 0,5% del PIB, inferior al registrado en el mismo período del año anterior, pero suficiente para financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciar una acumulación de activos de reserva de 0,2% del PIB.

El flujo de inversión directa representó 0,9% del PIB y constituyó, como ha sido usual en los últimos años, el componente más representativo del origen del financiamiento externo al sector privado. Esta inversión fue canalizada principalmente a la industria manufacturera, en particular a empresas de implementos médicos. De estos flujos sobresalió la reinversión de utilidades⁴¹, con una participación del 65,8%.

El sector público recibió financiamiento externo neto por 0,1% del PIB, en contraste con el mayor monto recibido un año antes (2,4% del PIB). Estos recursos provinieron en buena medida del desembolso del crédito de apoyo a la balanza de pagos por parte del Fondo Latinoamericano de Reservas al BCCR por USD 1.100 millones.

El acceso al ahorro externo permitió financiar la brecha negativa conjunta de las cuentas corriente y de capital, y acumular activos de reserva por USD 183,4 millones, con lo cual su saldo al término de setiembre fue de USD 11.335,6 millones (13,0% del PIB). En este contexto, el acervo de RIN representó 128,9% del nivel mínimo adecuado según la metodología del FMI⁴². En relación con otros indicadores de reservas internacionales, este monto equivale a 6,9 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 2,4 veces de la deuda externa total de corto plazo del país.

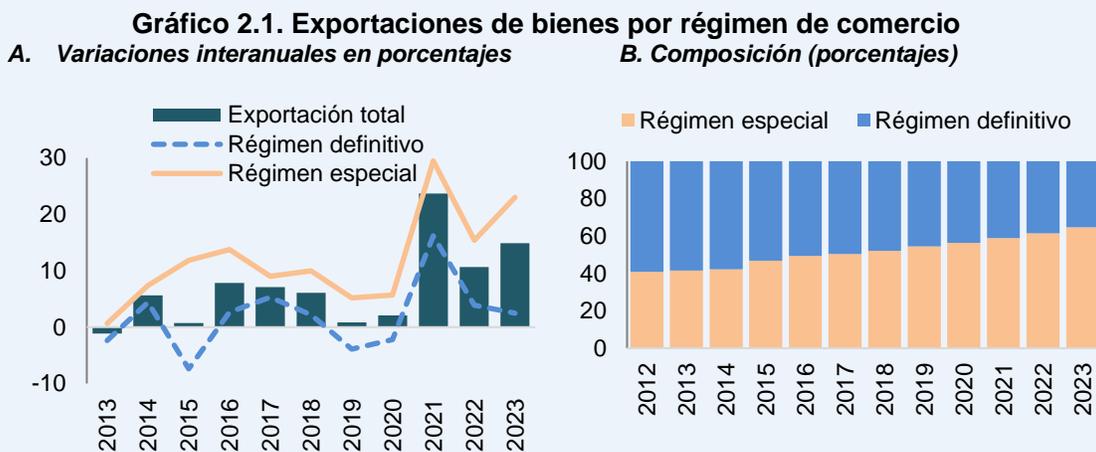
⁴¹ Cuya contraparte se contabiliza como un débito en la retribución a los factores de producción pertenecientes a no residentes (ingreso primario) de la cuenta corriente.

⁴² Méndez, Esteban. Indicador para el seguimiento del saldo de reservas internacionales netas (RIN) para Costa Rica (Nota Técnica N.º 02 | 2023).

Recuadro 2. Evolución de las exportaciones de bienes del régimen definitivo

La creciente inserción de la economía nacional en los mercados reales y financieros externos en las últimas décadas ha propiciado un proceso de transformación de la estructura productiva del país, entre ellas de la actividad exportadora de bienes. Esto último manifiesto en una diversificación de los bienes exportados, de sus mercados de destino, así como del aprovechamiento de las cadenas globales de valor.

En el contexto anterior, en el periodo 2012 a setiembre 2023 las ventas externas de bienes crecieron a una tasa media anual de 7,1% y representaron 18,3% del PIB, aunque con diferencias según régimen de comercio exterior⁴³. Así, mientras que en dicho lapso las exportaciones de bienes de los regímenes especiales crecieron a una tasa media de 11,9%, las del régimen definitivo solo aumentaron 1,9%. Como resultado de este comportamiento, a partir del 2015 las ventas externas de este último régimen comenzaron a perder importancia dentro del total de exportaciones (Gráfico 2.1.A y 2.1.B) y también en términos del PIB⁴⁴.



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Servicio Nacional de Aduanas (SNA).

La pérdida de importancia relativa de las exportaciones del régimen definitivo se manifestó también en una reducción de la cantidad de empresas que conforman este régimen, en especial de las que exportan bienes manufacturados. Entre el 2012 y el 2022, el total de empresas de este régimen pasó de 1.165 a 982 y cerca del 65% de esta caída correspondió a firmas manufactureras. De igual modo, las ventas promedio de estas empresas fueron inferiores a lo largo del periodo en comentario en comparación con las de aquellas que exportan bienes agrícolas y agroindustriales⁴⁵.

⁴³ En Costa Rica existen 2 tipos de regímenes de comercio exterior: a) el definitivo y b) los regímenes especiales, conformados por el régimen de zonas francas y el de perfeccionamiento activo.

⁴⁴ Entre el 2012 y el 2022, las ventas externas del régimen definitivo como proporción del PIB pasaron de 11% a 9%.

⁴⁵ Según datos del Servicio Nacional de Aduanas, en el 2012 la exportación promedio por empresa manufacturera fue de USD 3,6 millones, mientras que la de las agrícolas y agroindustriales de USD 5,6 millones. En el 2022 esos valores fueron de USD 4,9 millones y USD 8,0 millones, respectivamente.

Varios factores explican el comportamiento en años recientes de las ventas externas del régimen definitivo. Uno de ellos fue la pandemia del COVID-19, que impactó particularmente a las empresas manufactureras, cuyas ventas disminuyeron en USD 192 millones entre el 2019 y el 2020 (por el contrario, en las empresas agrícolas y agroindustriales aumentaron USD 66 millones). Si bien la cantidad de empresas del régimen definitivo ha disminuido con respecto al 2019 (de 1.023 a 982), sus ventas empezaron a recuperarse a partir del 2021, lo que podría denotar una mejora en la productividad de las empresas que persisten.

También, los choques de oferta en productos agrícolas por condiciones climatológicas adversas, restricciones de acceso a productos agropecuarios al mercado panameño desde mediados del 2020 y las tensiones socio políticas en Nicaragua han influido en los resultados del régimen definitivo. Los dos aspectos antes mencionados (impacto de la pandemia sobre la manufactura y choques de oferta) son de suma relevancia, dado que entre las principales exportaciones del régimen definitivo destacan el banano, la piña, el café y una variedad de productos manufacturados⁴⁶.

Adicionalmente, en el nuevo escenario global, la estrategia de política comercial del país ha facilitado actividades de fabricación y de servicios no tradicionales intensivos en conocimiento, incluidos el diseño, la investigación y el desarrollo, particularmente en los regímenes especiales de comercio exterior. Estas acciones han propiciado que los flujos de inversión directa hayan sido canalizados predominantemente a esos arreglos comerciales en comparación con el régimen definitivo.

Entre el 2012 y el 2022 las empresas exportadoras de bienes de la actividad manufacturera, agrícola y agroindustrial que operan en el régimen definitivo sólo recibieron el 25% de los flujos totales de ahorro externo bajo la modalidad de inversión directa.

Esa condición también ha propiciado la relocalización de empresas hacia los regímenes especiales de comercio exterior y ha moderado las actividades del régimen definitivo. Además, no se puede ignorar que existen incentivos fiscales para reubicar una empresa del régimen definitivo en el régimen especial.

Esto ha involucrado tanto a empresas que previamente estaban ubicadas en otros países como a firmas que pertenecían al régimen definitivo y decidieron trasladarse. En este último caso, la relocalización estaría motivada por los incentivos fiscales vigentes en los regímenes especiales⁴⁷, mientras que el movimiento de las empresas foráneas está asociado a las medidas tomadas por el Gobierno estadounidense para que algunas firmas de ese país que tienen actividades productivas en China las trasladen a otras ubicaciones, esto como parte de la guerra comercial entre dichas naciones.

En vista de algunas características de Costa Rica, por ejemplo, su cercanía a Estados Unidos, los incentivos fiscales, el huso horario, la disponibilidad de mano obra calificada relativamente más barata, el imperio de la ley y la estabilidad de sus instituciones políticas han hecho a Costa Rica un beneficiario de este proceso⁴⁸.

⁴⁶ En el periodo 2012-2022, los productos agropecuarios representaron, en promedio, 43,7% de las exportaciones del régimen definitivo (12,5% los agroindustriales y 43,8% los manufacturados) y dentro de ese grupo, el banano y la piña tuvieron una participación relativa de 18,4% y 17,5%, respectivamente.

⁴⁷ Véase al respecto el recuadro 1 del [Informe de Política Monetaria de enero, 2023](#).

⁴⁸ El fenómeno de la relocalización de empresas estadounidenses también ha ocurrido en otros países, como México. Véanse al respecto los recuadros 1 y 2 del [Informe Trimestral abril-junio del 2023 del Banco de México](#).

Cabe señalar que recientemente el Gobierno de Estados Unidos manifestó su disposición a asociarse con Costa Rica, para explorar oportunidades para diversificar y hacer crecer el “ecosistema” global de semiconductores, por medio de la legislación denominada *Chips and Science Act*⁴⁹. Esta medida daría un impulso adicional a la actividad de las empresas del régimen especial.

Consideraciones finales

El régimen definitivo tiene gran relevancia para el país, tanto por su aporte a la producción como al empleo⁵⁰, por lo cual es importante analizar los factores que han incidido en su pérdida de peso relativo dentro de las exportaciones. Particularmente, es preciso profundizar en las razones que determinan la menor inversión directa en este régimen y en el impacto de la relocalización de actividades de empresas extranjeras hacia Costa Rica.

A setiembre continúa la generación de superávit primario en el Gobierno Central, lo que apoya el proceso hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas.

A setiembre del 2023, el Gobierno Central generó un superávit primario de 1,7% del PIB y un déficit financiero de 2,2% del PIB, desde 2,2% y 1,7% un año atrás, en el orden respectivo (Gráfico 13.A).

Este deterioro se explica, según su importancia por (Gráfico 13. B): a) el registro de ingresos extraordinarios en el 2022, ante la aplicación de la Ley 9524 (0,4% del PIB del 2022)⁵¹; b) la desaceleración de los ingresos tributarios⁵² y; c) el ligero incremento en los gastos totales⁵³.

⁴⁹El objetivo de esta legislación es promover la investigación y producción local de bienes de alta tecnología, especialmente en el ámbito de los semiconductores y salvaguardar la seguridad nacional, desde la perspectiva de los Estados Unidos de América.

⁵⁰ Con respecto al empleo, según cifras disponibles al 2021, alrededor del 88% de los ocupados (1,8 millones) trabaja en empresas del régimen definitivo, en tanto que el resto se desempeña en empresas del régimen especial (cerca de 167 mil trabajadores). Cabe destacar que, entre 2011 y 2021 el empleo en el régimen definitivo y especial creció a una tasa media anual de 0,6% y 7,6%, en ese orden.

⁵¹ Los ingresos no tributarios a setiembre del 2022 consideraron ¢197.005 millones por transferencias asociadas a la aplicación de la Ley de Fortalecimiento del Control Presupuestario de los Órganos Desconcentrados del Gobierno Central (Ley 9524) y del artículo 35 del reglamento de dicha Ley. Excluido ese monto en el 2022, el ingreso total del 2023 habría crecido interanualmente 0,9%.

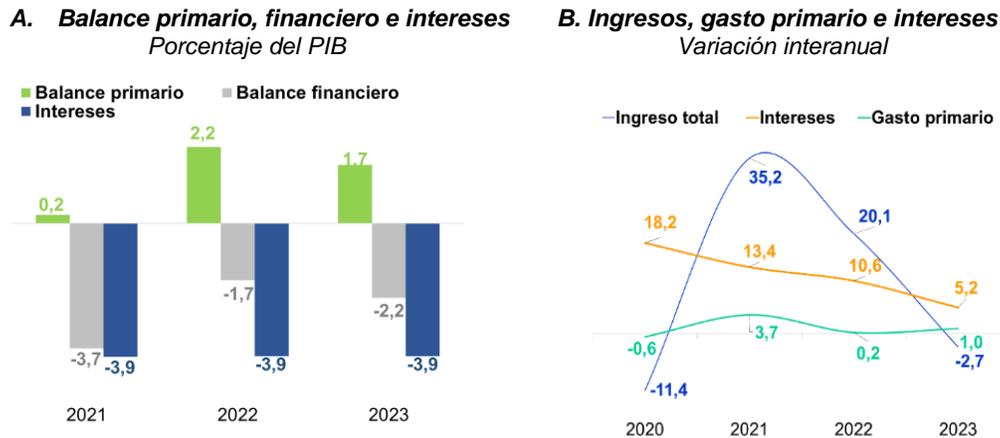
⁵² Los ingresos tributarios crecieron 2,9% interanualmente (16,4% el año anterior) y representaron 10,1% del PIB (10,3% en igual periodo 2022). La desaceleración se asocia, principalmente, a la caída en la recaudación por concepto de aduanas, y al menor crecimiento en los componentes de ingresos y utilidades y de valor agregado.

⁵³ El aumento del gasto en términos del PIB fue de 0,1 p.p. y fue determinado, especialmente, por las remuneraciones y transferencias corrientes, que crecieron en ese orden 1,7% y 0,4% (tasa interanual). Cabe indicar que el gasto en intereses se mantuvo en 3,9% del PIB.

Otro aspecto que incidió en esa desmejora fue el impacto de la variación cambiaria sobre los ingresos y egresos denominados en moneda extranjera. Se estima que a agosto del 2023 la apreciación del colón tuvo un efecto negativo sobre el resultado financiero del Gobierno Central equivalente a 0,2 p.p. del PIB⁵⁴.

Gráfico 13. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses

Cifras a setiembre de cada año



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

Dada la evolución del déficit financiero, el financiamiento requerido por el Gobierno Central en los primeros nueve meses del 2023 fue inferior al de igual lapso del año previo. Ello permitió que la deuda creciera a un ritmo menor que la producción nominal, por lo que la razón de deuda a PIB se ubicó en 59,9% (3,1 p.p. menos con respecto a diciembre pasado⁵⁵). En este lapso el financiamiento provino de la colocación neta de bonos de deuda interna (1,4% del PIB) y del sector externo (0,8% del PIB).

Los buenos resultados fiscales han quedado de manifiesto en:

- La mejora en la confianza de los ahorrantes sobre la capacidad del Gobierno para atender sus obligaciones, que permitió la reducción en las tasas de interés asignadas durante los primeros nueve meses del 2023, contrario a los incrementos anuales observados durante el 2022. Ese ajuste a la baja se ubicó entre 252 y 327 p.b. en colones y entre 41 y 121 p.b. en moneda extranjera (Gráfico 14.A).
- La evolución del indicador de bonos de mercados emergentes diversificado, cuyo valor pasó de 327 p.b. a finales del 2022 a 252 p.b. el 30 de octubre último, valor

⁵⁴La apreciación del colón redujo 0,4 p.p. del PIB los ingresos totales (colonización de los impuestos aduaneros) y 0,2 p.p. los gastos por intereses denominados en moneda extranjera. Por tanto, el efecto neto sobre el resultado financiero fue negativo, y se estimó en ¢84.000 millones, equivalente a 0,2 p.p. del PIB (el resultado financiero fue más deficitario).

⁵⁵ En términos aritméticos la disminución de esta relación fue determinada por el crecimiento de la producción nominal, toda vez que el efecto de la apreciación del colón compensó el incremento en el saldo de deuda en colones y en dólares.

que además está por debajo del indicador global y el de Latinoamérica (Gráfico 14.B).

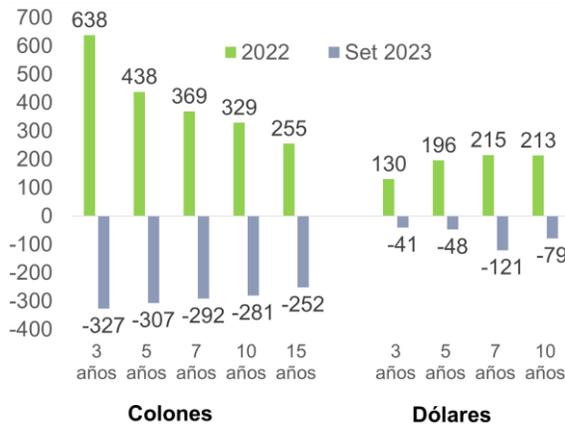
- c. La mejora en la calificación de la deuda soberana. En octubre de este año Standard and Poor's (S&P) elevó, por segunda vez en el año, la calificación crediticia soberana para las categorías de largo plazo, en moneda local y extranjera, de B+ a BB⁵⁶.

Gráfico 14. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central e indicador de bonos de mercados emergentes (EMBI)

En puntos base

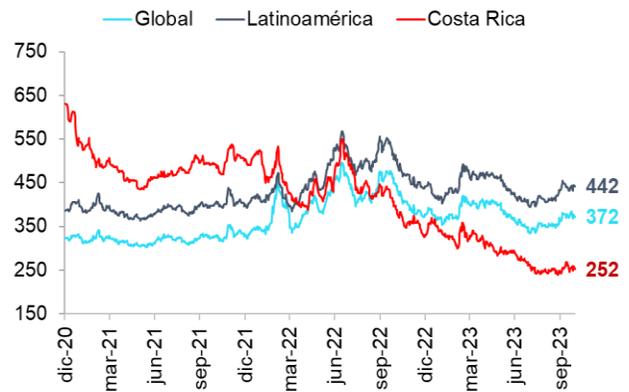
A. Ajuste en las tasas de interés

En el 2022 y en los primeros 9 meses del 2023



B. EMBI¹

Al 30/10/23



¹ Margen con respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

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

1.3 Condiciones monetarias

El Banco Central estima que el comportamiento de los agregados monetarios en el tercer trimestre del 2023 no generará mayor inflación a futuro. Asimismo, a pesar de un premio en colones en torno a cero, no hay evidencia de dolarización del ahorro financiero⁵⁷.

En este lapso la base monetaria aumentó 6,7% con respecto al cierre de junio, variación determinada por la expansión monetaria resultante, principalmente, de la disminución de los depósitos del Gobierno en colones y la compra neta de dólares efectuada por el BCCR. Estos movimientos fueron parcialmente compensados por la colocación neta de

⁵⁶ En febrero y marzo del 2023 la calificación de la deuda soberana fue mejorada, en ese orden, por S&P (de B a B+) y por Fitch Ratings (de B a BB-).

⁵⁷ Según información del BCCR y de los intermediarios financieros (preliminar) al 30 de setiembre del 2023. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y del crédito al sector privado excluyen el efecto de la variación en el tipo de cambio.

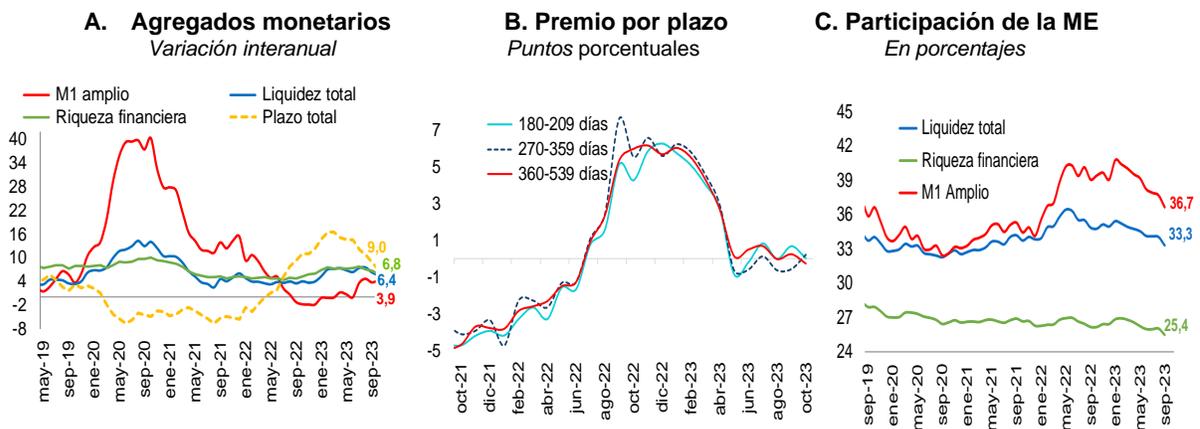
instrumentos de captación a plazo (bonos de estabilización monetaria) y el aumento en los depósitos de los intermediarios financieros en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

El ahorro financiero, aproximado por los agregados monetarios amplios, mostró al término de setiembre tasas de variación coherentes con el crecimiento de la actividad económica y la meta de inflación, por lo cual se estima que su comportamiento no generará inflación a futuro por encima de la meta.

En efecto, la liquidez total y la riqueza financiera crecieron a una tasa anual en torno a 6,5%, en promedio, en tanto que el medio circulante (M1) amplio se aceleró (de 0,1% en junio a 3,9% al término de setiembre) y señaló una mayor preferencia (revelada) de los ahorrantes por depósitos altamente líquidos en colones, en detrimento de los depósitos a plazo, cuyo crecimiento pasó de 14,5% en junio a 9,0% en setiembre. Este comportamiento es consecuente con el menor costo de oportunidad de mantener instrumentos con bajo o nulo rendimiento, dada la reducción de las tasas de interés pasivas en colones⁵⁸ (Gráfico 15.A).

Esa disminución de las tasas de interés pasivas en colones, junto con la relativa estabilidad en las tasas pasivas en dólares y el comportamiento de las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), redujo el premio por ahorrar en moneda nacional y lo ubicó en valores cercanos a cero (entre -56 y 68 p.b.) al finalizar setiembre (Gráfico 15.B). A pesar de este comportamiento, no hay evidencia de un aumento en la dolarización del ahorro financiero (Gráfico 15.C).

Gráfico 15. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El mayor dinamismo del crédito al sector privado en moneda extranjera es foco de atención.

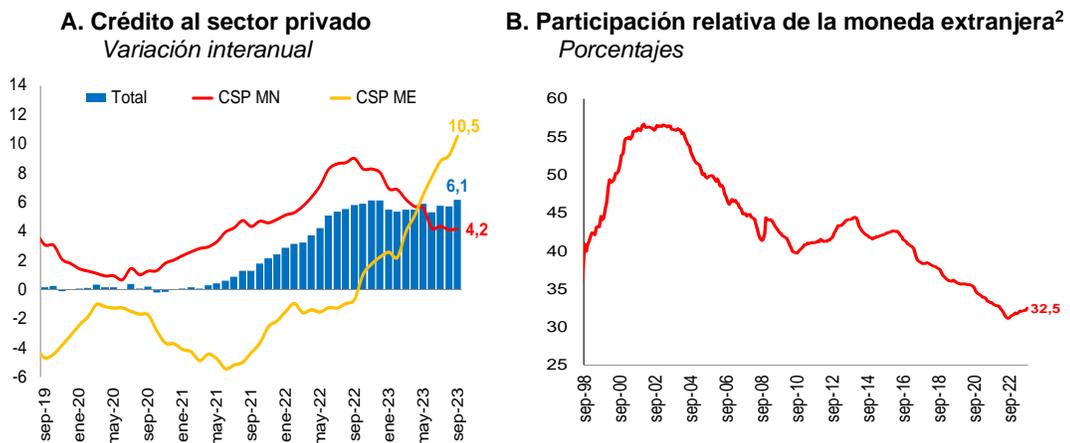
⁵⁸ Las reducciones de la TPM (275 p.b. en los primeros diez meses del presente año) se han transmitido de forma diferenciada a las tasas de interés del sistema financiero, en el tanto la disminución ha sido más marcada en las tasas pasivas.

Al finalizar el tercer trimestre del 2023, el crédito al sector privado (CSP) creció a una tasa anual de 6,1% (5,8% un año antes), con un impulso notorio de las operaciones en moneda extranjera, cuya tasa ya supera el 10% (Gráfico 16.A). Este comportamiento ubicó la participación relativa de la moneda extranjera en la cartera total en 32,5% al término del período en comentario, 1,3 y 0,4 p.p. por encima de lo registrado un año atrás y en el trimestre previo (Gráfico 16.B).

Según las fuentes y usos de recursos, el crédito en moneda nacional fue atendido mayoritariamente con captación del público⁵⁹, mientras que el denominado en moneda extranjera se financió, principalmente, con la reducción en el saldo de activos externos del sistema financiero.

La mayor demanda de crédito en dólares ha sido consecuente con el encarecimiento relativo del crédito en colones. Al finalizar setiembre, la tasa activa promedio ponderada del sistema financiero se ubicó en 12,5% en colones, 18 p.b. por encima de la registrada en junio pasado, mientras que en dólares fue de 7,1%, inferior en 54 p.b. a la observada al finalizar el segundo trimestre. Dado ese comportamiento y la evolución de las expectativas de variación cambiaria (mercado), el costo de endeudarse en colones aumentó 180 p.b. en el tercer trimestre del año en curso.

Gráfico 16. 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.

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

⁵⁹ Parte de las captaciones en colones se usaron para la compra de títulos del Ministerio de Hacienda y del BCCR.

deudores con exposición cambiaria (de 61,3% en setiembre del año pasado a 58,1% un año después)⁶⁰.

Según actividades, el crédito continúa concentrado en consumo y vivienda (cerca del 62%⁶¹ en julio), lo que aumenta la exposición del sistema financiero y limita el financiamiento a otras actividades.

Pese a lo anterior, la morosidad del Sistema Bancario Nacional (SBN) es relativamente estable: en agosto pasado el indicador de mora regulatoria de la cartera crediticia (morosidad mayor a 90 días o en cobro judicial) se ubicó en 2,0% (2,2% un año atrás) y el de la mora amplia, (que incluye la mora regulatoria, los créditos liquidados y los bienes recuperados) fue 11,57% en julio del 2023 (11,84% en igual mes del 2022).

1.4 Inflación

Durante el tercer trimestre del 2023 la economía costarricense, en su indicador de inflación general, experimentó deflación (inflación negativa), mientras que la inflación subyacente se mantuvo en valores positivos, aunque inferiores al 1,0%. Con ello ambos indicadores se ubicaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación.

A finales de setiembre, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en -2,2% y el promedio de los indicadores de inflación subyacente⁶² en un valor positivo (0,5%) (Gráfico 17.A), ambos por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta establecida por el BCCR (3,0% \pm 1 p.p.).

El promedio interanual de esos indicadores en el tercer trimestre fue de -2,6% y 0,6% en ese orden, valores menores a los previstos en el IPM de julio pasado (-2,1% y 0,9% respectivamente).

Al igual que lo observado en la mayor parte del segundo trimestre del año en curso, en el tercero los precios de los servicios mostraron una variación interanual positiva y los de los bienes disminuyeron. Particularmente, en setiembre el subíndice de servicios creció 1,4%

⁶⁰ Según el Reglamento sobre Administración Integral de Riesgos (Acuerdo Sugef 2-10), a partir de enero del 2023 el deudor de un crédito en moneda extranjera califica como "sin exposición a riesgo cambiario" si dispone de una cobertura natural o financiera contra ese riesgo, que debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito (la 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.

⁶¹ En colones el crédito se concentró en las actividades de consumo (42,3%) y vivienda (30,3%), mientras que en dólares se concentró en vivienda (26,7%), servicios (22,5%) y comercio (13,7%).

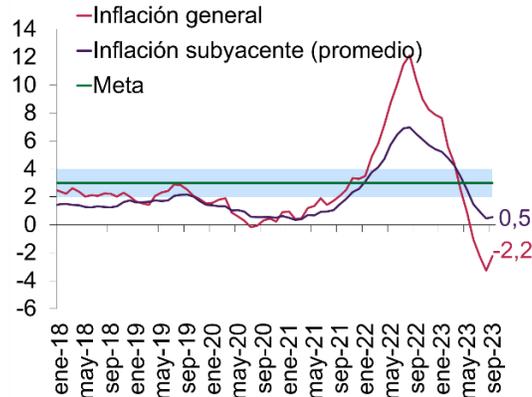
⁶² La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda sobre las cuales tiene efecto la política monetaria. Corresponde al promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad, exclusión fija de agrícolas y combustibles, reponderación por volatilidad, reponderación por persistencia y media truncada.

(interanual) mientras que el de bienes disminuyó 5,1%, con lo cual su contribución a la inflación interanual de ese mes fue de 0,6 p.p. y -2,8 p.p., respectivamente (Gráfico 17.B).

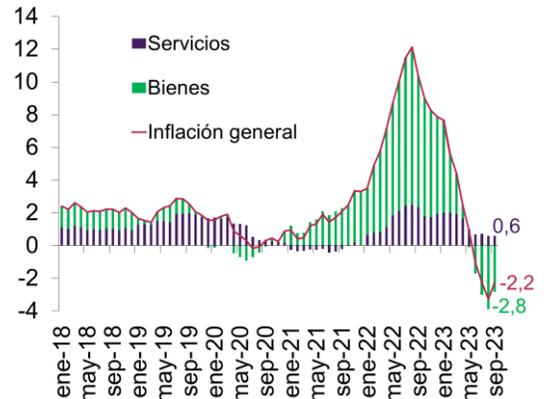
Gráfico 17. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes y puntos porcentuales.

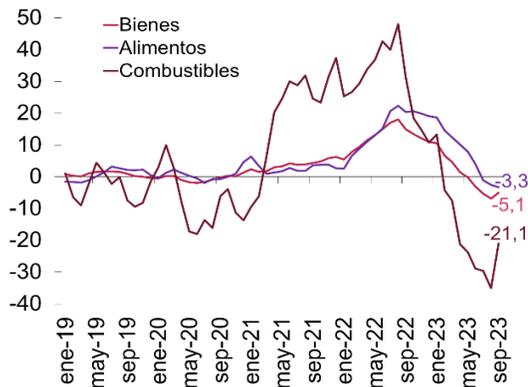
A. Inflación general y subyacente (porcentajes)



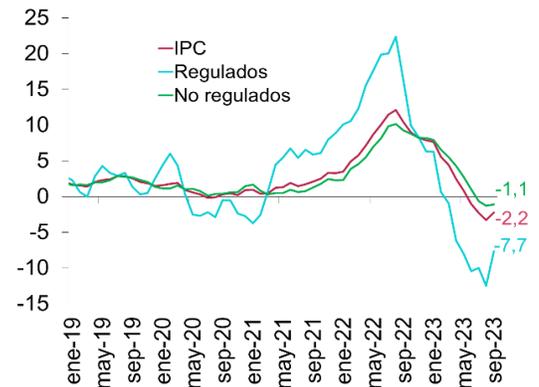
B. Contribución de la inflación de bienes y servicios a la inflación general (p.p.)



C. IPC: alimentos y combustibles



D. IPC: componentes regulado y no regulado



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 del IPC refleja la moderación y posterior reducción en los aumentos de los precios de los alimentos, que pasaron de un incremento promedio de 7,3% interanual en el segundo trimestre del 2023 a -2,4% en el tercero⁶³. Además, influyó la caída promedio en términos interanuales de 28,6% en el precio de los combustibles durante este último lapso, mayor a la observada en el trimestre previo (24,7%). En setiembre los alimentos y combustibles presentaron variaciones interanuales de -3,3% y -21,1%, en ese orden (Gráfico 17.C).

⁶³ Los precios de los alimentos crecieron a una tasa interanual promedio de 15,2% en el primer trimestre del 2023.

La disminución del precio de los combustibles determinó en mayor medida la caída de 10,0% en la inflación del componente regulado del IPC durante el tercer trimestre⁶⁴ (reducción de 8,2% en el anterior), mientras que la deflación del componente no regulado se asoció con la reducción del precio de los alimentos. En setiembre ambos componentes presentaron tasas de variación interanual negativas (Gráfico 17.D).

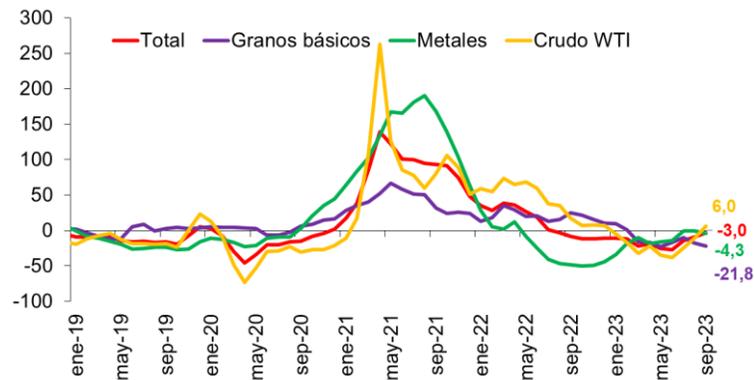
La reducción de la inflación ha estado influida por la reversión de los choques de oferta de origen externo, el carácter restrictivo de la política monetaria, así como por la apreciación de la moneda local.

El proceso de reducción de la inflación tan acentuado en el tercer trimestre del año en curso fue previsto en los informes de abril y julio pasados⁶⁵. Este comportamiento ha estado influido por la reversión de los choques de oferta de origen externo, dentro de los cuales destacan las reducciones del precio de hidrocarburos, de otras materias primas (como los granos básicos), de los costos de transporte, así como el restablecimiento de las cadenas globales de suministros.

En el ámbito local, lo anterior se ha manifestado en un comportamiento descendente en el índice de materias primas importadas desde agosto del año pasado (Gráfico 18). En el tercer trimestre del año en curso dicho índice disminuyó, en promedio, 8,8%⁶⁶; en particular, los precios de los granos básicos bajaron 16,6% en el trimestre en cuestión, mientras en el trimestre previo la caída fue de 18,8%⁶⁷, en tanto que el precio del crudo WTI registró tasas de -9,9% y -31,8% en esos periodos. Por otra parte, el precio promedio del transporte por contenedor disminuyó 87,1% entre setiembre del 2021 y setiembre del presente año (el precio se redujo de USD 10.866 a USD 1.406).

Gráfico 18. Precios de materias primas importadas¹

Variación interanual, en porcentajes



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

⁶⁴ De la reducción observada, los combustibles contribuyeron con 8,6 p.p.

⁶⁵ Páginas 67 del [IPM de abril](#) y 68 del [IPM de julio](#).

⁶⁶ Entre julio del 2022 y setiembre del presente año ese índice disminuyó en promedio 12,4% (creció 30,5% en el primer semestre del 2022).

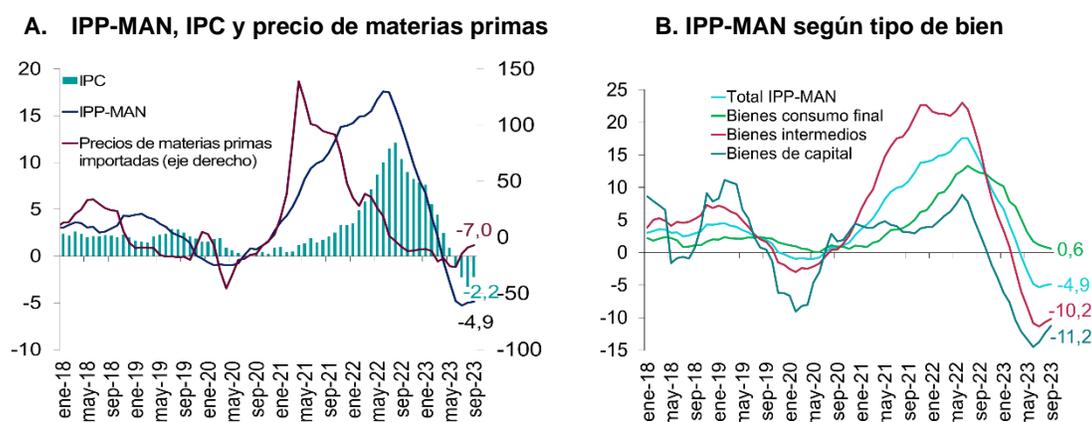
⁶⁷ El Índice de precios de los alimentos de la FAO presentó una caída interanual promedio de 11,4% en el tercer trimestre del 2023 (-20,5% en el trimestre previo).

La reversión de choques de oferta de origen externo también se evidencia en el Índice de Precios del Productor de la Manufactura (IPP-MAN), indicador que se ha desacelerado desde el segundo semestre del 2022⁶⁸ (Gráfico 19.A).

En el tercer trimestre del 2023 ese comportamiento se reforzó, con una variación interanual promedio de -5,1% (-2,8% en el trimestre anterior), lo que sugiere una menor presión por empuje de costos sobre los indicadores de inflación al consumidor final. Al desagregar este indicador por tipo de bien, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC, creció en setiembre a una tasa interanual de 0,6% (10,7% en diciembre del 2022).⁶⁹ (Gráfico 19.B).

Gráfico 19. Precios del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Factores del ámbito interno también han contribuido a la reducción de la inflación, de los cuales destacan:

- El carácter restrictivo de la política monetaria, a pesar de la reducción en la TPM aplicada entre marzo y octubre del presente año (275 puntos base).⁷⁰
- El efecto base. El choque inflacionario del 2022, debido al extraordinario incremento en el precio de las materias primas entre el primer y tercer trimestres del 2022, elevó y mantuvo alto el nivel del IPC en ese periodo. Dado lo anterior, las comparaciones interanuales de este índice en el período comprendido entre

⁶⁸ La desaceleración del IPP-MAN se manifestó con mayor intensidad en su componente no alimenticio que en el alimenticio, con una variación interanual en setiembre del 2023 de -8,8% y -1,7% en ese orden, desde tasas de 18,0% y 17,1% en julio del 2022 respectivamente.

⁶⁹ Sin embargo, su desaceleración es menor en comparación con los precios de bienes intermedios y de capital, que registraron tasas negativas (el primero desde marzo pasado y el segundo desde noviembre del 2022).

⁷⁰ Entre diciembre del 2021 y octubre del 2022 la TPM aumentó en 825 p.b., lo que propició una postura restrictiva de la política monetaria desde noviembre de ese último año, lo cual contribuyó a moderar las presiones de demanda agregada, lo cual facilitó la contención de los efectos inflacionarios de segunda ronda.

febrero y agosto del 2023 tomaron como referencia niveles del IPC inusualmente altos, lo que tendió a magnificar la reducción de la inflación en el presente año.

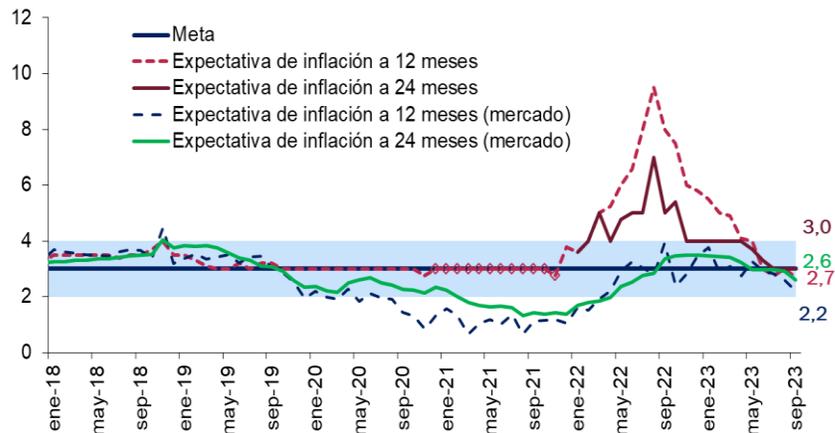
- c) La apreciación de la moneda local, dado que reduce las presiones al alza en los precios de los bienes, principalmente de los importados.

Prospectivamente, las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta del BCCR dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios, y las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativa de mercado) señalan la reducción de las presiones inflacionarias.

En setiembre pasado, la primera de estas mediciones ubicó la mediana de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses en 2,7% y 3,0% respectivamente, mientras que las expectativas de mercado registraron tasas de 2,2% y 2,6% para esos mismos plazos (Gráfico 20). Es importante señalar que las expectativas de inflación de mercado a 3 y 5 años, con las cuales se evalúa el anclaje de esta variable, se han posicionado, en promedio, en torno a la meta desde julio del 2022.

Gráfico 20. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹ y mercado

Variación interanual, en porcentajes



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

Por último, tal como se señaló en el recuadro 2 del Informe de Política Monetaria de julio pasado referido a la variación de precios por estrato de ingreso de los hogares⁷¹, el comportamiento reciente de la inflación general se percibe de manera diferente por los hogares debido a las diferencias en sus niveles de ingreso (bajo, medio o alto) y a su correlación con los patrones de consumo. Así, la inflación que experimentan los hogares

⁷¹ Informe de Política Monetaria julio del 2023, página 45.

difiere al tomar como referencia el IPC o las estructuras de consumo específicas por estrato de ingreso de los hogares.

En setiembre del 2023 las variaciones interanuales de precios por estrato de ingreso bajo, medio y alto fueron de -1,2%, -1,9% y -3,1% en ese orden (Gráfico 21.A), mientras que la variación general del IPC en ese mismo mes fue de -2,2%. Eso significa que en dicho mes los hogares de ingreso más alto experimentaron una deflación mayor en comparación con los otros estratos de ingreso.

La menor inflación a partir de setiembre del 2022 (deflación entre mayo y setiembre del 2023) de los hogares de estrato de ingreso alto fue determinada, en mayor medida, por la reducción en los precios de la división de transporte en la canasta de bienes y servicios para ese estrato. Particularmente, de la deflación interanual de 3,1% en setiembre pasado registrada para el estrato en cuestión, la división de transporte aportó -3,2 p.p.⁷².

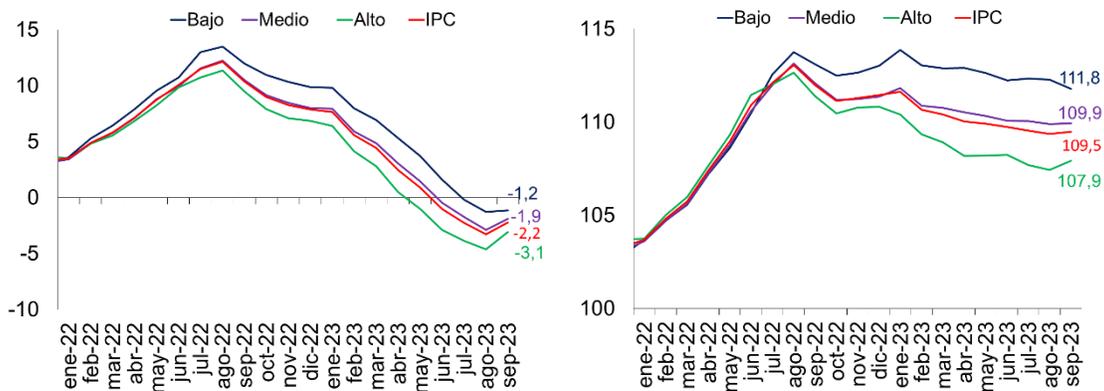
Para los hogares de estrato de ingreso bajo también se redujo la inflación (deflación en julio y setiembre pasados) pero a un menor ritmo, razón por la cual estos hogares han enfrentado una mayor pérdida de poder adquisitivo⁷³ en relación con aquellos de los estratos de ingreso alto y medio (Gráfico 21.B).

A setiembre del 2023, las divisiones que determinaron en mayor medida la deflación interanual de 1,2% de ese estrato fueron la de alimentos y bebidas no alcohólicas y de transporte con aportes de 1,2 p.p. y 0,9 p.p. en ese orden, situación atenuada por los aportes positivos de las divisiones de alquiler y servicios de la vivienda (0,4 p.p.) y comidas fuera del hogar y servicio de alojamiento (0,2 p.p.), entre otras.

Gráfico 21. IPC e Indicadores por estrato de ingreso

Variación interanual, en porcentajes y niveles (diciembre 2020=100)

A. Variación interanual: IPC y por estrato de ingreso B. Niveles: IPC y por estrato de ingreso



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

⁷² En la división de transporte destacan los aportes negativos de combustibles (1,5 p.p.), automóviles nuevos (1,0 p.p.) y boleto aéreo (0,6 p.p.).

⁷³ Una menor recuperación del poder adquisitivo para los meses en que se registró deflación.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

En el periodo comprendido entre agosto y octubre del 2023, el BCCR revisó en dos ocasiones el nivel de la TPM; en la primera la mantuvo y en la segunda la redujo en 25 p.b. Estas decisiones partieron del análisis del comportamiento reciente de la inflación y de la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la valoración de los riesgos que condicionarían la proyección de inflación.

En el presente año el sistema financiero nacional ha mostrado una condición holgada de liquidez que ha ido en aumento, en buena medida debido 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 ha sido congruente con la evolución de la actividad económica del país, el notable desempeño de las exportaciones de bienes del régimen de zonas francas y el repunte en el turismo receptivo.

2.1 Tasa de política monetaria

En la reunión de política monetaria de setiembre del 2023, la Junta Directiva del BCCR dispuso mantener la TPM en 6,5%, mientras que en la de octubre la redujo en 25 p.b.

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

En los primeros siete meses del presente año, la Junta Directiva redujo la TPM en cuatro ocasiones, por un acumulado de 250 puntos básicos (p.b.): 50 p.b. en la reunión de política monetaria del 15 de marzo, 100 p.b. en la reunión del 20 de abril y 50 p.b. en cada una de las siguientes (14 de junio y del 26 de julio). Estas reducciones se sustentaron en un análisis del comportamiento de la inflación y la evolución prevista para esta variable y sus determinantes, que llevó a la Junta a considerar que existía espacio para propiciar una postura monetaria menos restrictiva.

En la reunión de política monetaria de setiembre, la Junta acordó realizar una pausa en el ciclo de reducción de la TPM y la mantuvo en 6,5% anual⁷⁴, pues, con base en la valoración de la evolución reciente y esperada de la inflación; de los riesgos identificados, que en esa oportunidad se inclinaron al alza⁷⁵, y del rezago con que actúa la política

⁷⁴ Artículo 6 del acta de la sesión 6142-2023.

⁷⁵ La valoración de esos riesgos permite inferir si su materialización ubicaría la inflación por arriba o por debajo de su pronóstico.

monetaria, estimó prudente dar el espacio requerido para que el proceso de reducción de la TPM, iniciado en marzo pasado, continuara su transmisión al resto de tasas de interés del sistema financiero.

Sin embargo, en su reunión de política monetaria de octubre⁷⁶, una vez valorado el comportamiento reciente y esperado de la inflación y sus determinantes macroeconómicos, de los riesgos y, del rezago con que actúa la política monetaria, la Junta consideró que existía espacio para continuar con la reducción gradual, ordenada y prudente de la TPM, en procura de avanzar, en la medida que las circunstancias lo permitan, hacia una posición neutral. Dado lo anterior, redujo la TPM en 25 p.b., para ubicar su nivel en 6,25%.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

En el tercer trimestre del 2023 el sistema financiero continuó con una condición holgada de liquidez, que el BCCR esterilizó en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

El sistema financiero continuó con un exceso de liquidez que ha ido en aumento a lo largo del año (Gráfico 22.A). El BCCR gestiona las condiciones de liquidez mediante operaciones en el MIL, mientras busca trasladar de manera gradual y ordenada esos recursos hacia instrumentos del mercado de deuda⁷⁷.

A lo largo del año se han dado movimientos expansivos asociados con la compra de divisas por parte del BCCR (USD 2.900,8 millones, equivalente a ¢1.592.120 millones, en lo que transcurre del año y USD 417 millones de agosto a octubre por alrededor de ¢224.599 millones) y, recientemente, con el uso de depósitos del Gobierno. Esta expansión monetaria ha sido gestionada mayoritariamente con depósitos en el MIL (posición deudora neta del BCCR en este mercado), toda vez que el saldo de BEM creció en ¢732.400 millones durante el año (¢452.757,1 millones entre el 1° de agosto y el 19 de octubre)⁷⁸.

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 p.b. en el indicador que incluye las operaciones en que el BCCR es contraparte y de 8 p.b. en el que excluye dichas operaciones (Gráfico 22.B). A partir de la disminución de la TPM, que se dio el 27 de julio pasado, ha habido una mayor variabilidad en el indicador de tasas de interés entre intermediarios, lo cual obedece principalmente a la distribución de la liquidez entre los distintos grupos financieros participantes en el MIL.

En lo que respecta al 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

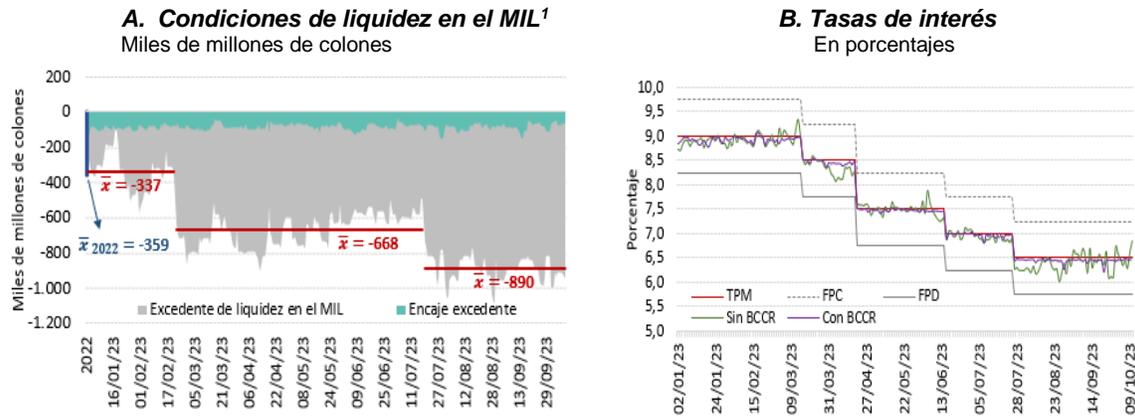
⁷⁶ Artículo 8 del acta de la sesión 6148-2023.

⁷⁷ A mediano plazo la liquidez del sistema financiero también está influida por las variaciones en la tasa de encaje.

⁷⁸ A partir del 17 de julio el BCCR comenzó a colocar BEM a 3 y 6 meses, con el fin de mejorar la transmisión de la TPM y facilitar referencias al mercado para la valoración de instrumentos financieros, y desde el 28 de agosto realiza subastas semanales de estos instrumentos.

ahorro y crédito supervisadas por la Sugef a partir de abril del 2024⁷⁹. Adicionalmente, estableció 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 más⁸⁰.

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.

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

El mercado cambiario mantiene una alta disponibilidad de dólares, lo cual le ha permitido al BCCR cubrir los requerimientos del sector público no bancario y fortalecer el blindaje financiero de la economía.

En lo transcurrido del 2023 (al 27 de octubre), el superávit de las operaciones del público con los intermediarios cambiarios fue de *USD 6.119,4 millones* (Cuadro 2), muy superior al de igual lapso del 2022 (*USD 2.817,2 millones*). Este excedente es el resultado de una oferta promedio diaria de divisas del orden de *USD 119,7 millones* y una demanda que se ha mantenido en torno a *USD 90,2 millones*.

Este 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 la inversión directa.

⁷⁹ 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%).

⁸⁰ De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley 7558, 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.

Cuadro 2. Indicadores del mercado cambiario 2021-2023¹

Millones de USD

	I Sem 2022	III Trim 22	IV Trim 22	I Sem 2023	III Trim23	Oct-23 ¹
Negociaciones en ventanillas						
Resultado neto	1 133,8	1 207,7	1 364,3	3 942,8	1 598,3	578,3
Compras (promedio diario)	93,0	100,5	113,9	120,4	120,4	113,6
Ventas (promedio diario)	84,0	81,0	92,3	89,1	94,2	84,7
MONEX						
Monto negociado (promedio diario)	20,4	27,1	31,2	42,6	37,7	37,9
Tipo de cambio (promedio)	661,3	661,0	611,7	553,7	541,5	535,5
Participación de BCCR	1 086,6	1 147,3	1 267,6	3 813,2	1 316,5	487,2
Para estabilización	-172,4	-8,3	-11,7	-38,6	-3,9	0,0
Para operaciones SPNB	1 259,0	1 155,7	1 279,3	3 376,7	752,4	275,9
Para operaciones propias	0,0	0,0	0,0	475,1	568,0	211,4
Operaciones de BCCR con SPNB						
Demanda neta divisas SPNB sin Gobierno	1 952,6	893,8	814,1	1 535,1	777,8	299,3
Saldo de operaciones BCCR con SPNB	-2 533,6	-2 121,7	-1 656,5	195,1	169,7	246,2

¹Las cifras de octubre del 2023 están al día 27.

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

En este contexto de alta disponibilidad de divisas, el Banco Central ha participado en el mercado cambiario como demandante neto⁸¹. Al 27 de octubre pasado había realizado compras netas por USD 5.759,4 millones, de las cuales cerca del 67% las realizó en el primer semestre.

Estas compras le permitieron restituir el monto de RIN utilizado para cubrir los requerimientos del SPNB en años anteriores al 2023 (USD 1.656,5 millones), satisfacer las necesidades contemporáneas de dicho sector (USD 2.602,1 millones), constituir un monto de USD 246,2 millones para futuras operaciones del SPNB y cubrir operaciones propias por USD 1.254,5 millones. Cabe recordar que las reservas internacionales constituyen un seguro que permite a una economía amortiguar el impacto de eventuales choques adversos y, por tal razón, contribuyen a mantener la estabilidad macroeconómica del país.

Al 27 de octubre pasado el saldo de RIN ascendió a USD 11.380,9 millones, superior en USD 2.830,9 millones a su saldo de finales de 2022 y equivalente a 124,2% del indicador de reservas adecuadas mínimas, calculado según la propuesta metodológica del FMI⁸².

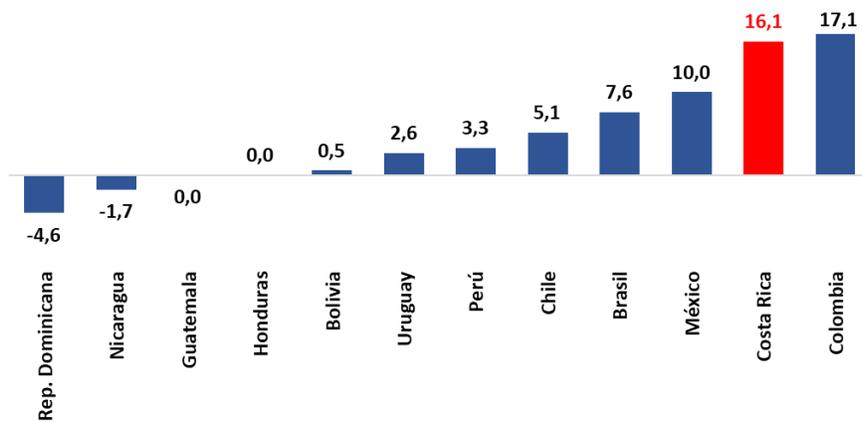
En este contexto, el 27 de octubre el tipo de cambio promedio ponderado de Monex fue de ¢535,25, lo que llevó a una variación interanual de -13,9% (que se corresponde con una apreciación interanual de 16,1%). Cabe señalar que en otros países latinoamericanos también las monedas han tendido a apreciarse tal como se aprecia en el Gráfico 23.

⁸¹ 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).

⁸² En marzo del presente año la Junta Directiva del BCCR acordó dar seguimiento a las RIN con base en este indicador y estableció que, en el largo plazo, el saldo de las RIN debe ubicarse entre 100% y 150% del valor considerado como el mínimo adecuado.

Gráfico 23. Tipo de cambio nominal en algunas economías

Apreciación (+) o depreciación (-) interanual al 27 de octubre del 2023



Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

Recuadro 3. Patrones de regularidad del mercado cambiario costarricense

Las series de tiempo, tales como las de variables económicas, pueden analizarse estadísticamente como la combinación de los componentes de tendencia, ciclo, irregularidad y estacionalidad⁸³. En particular, las transacciones de compra y venta de divisas que realiza el público con los intermediarios cambiarios⁸⁴ en los cajeros físicos y en su infraestructura electrónica (cajeros automáticos y banca por Internet), conocidas como operaciones cambiarias en “ventanilla”⁸⁵, muestran patrones de estacionalidad.

En el recuadro 2 del documento del Programa Macroeconómico 2017-2018⁸⁶, con información del periodo comprendido entre enero del 2007 y diciembre del 2016, se determinó que el mercado cambiario estaba caracterizado por una regularidad en la que: a) el resultado neto positivo en el primer y cuarto trimestre de cada año era mayor que en los otros trimestres, b) presentaba un alto superávit en la proximidad de los días 15 de cada mes y c) era ascendente en el transcurso de la semana.

En los últimos años ha habido cambios significativos en la estructura productiva de la economía costarricense (reflejados en un superávit en la cuenta de bienes y servicios de la balanza de pagos a partir del 2016⁸⁷) y, además, en el bienio 2020-2021 nuestro país enfrentó las consecuencias económicas de la pandemia del COVID-19. Debido a ello, se consideró importante evaluar si existen cambios en el comportamiento del mercado cambiario causados por dichos eventos.

El presente recuadro muestra los resultados de la revisión de la regularidad del mercado cambiario, así como una aproximación a los factores de estacionalidad mensual. El ejercicio considera información de las operaciones cambiarias del público en ventanilla del periodo enero 2007-agosto 2023, el cual se divide en dos subperiodos: 2007-2015 y 2016-2023, separados de esa manera al tomar en consideración la prevalencia de una balanza de bienes y servicios superavitaria a partir del 2016. Adicionalmente, se analizaron por separado los bienios 2020-2021 y 2022-2023, con de fin de determinar el efecto de la pandemia y la recuperación posterior a ese evento. La estimación de los factores de estacionalidad mensual se realizó con el cociente de las compras y ventas de divisas⁸⁸; un valor unitario de dicho cociente es indicativo de un mercado equilibrado.

⁸³ La tendencia caracteriza su comportamiento de largo plazo; el componente cíclico muestra movimientos oscilatorios alrededor de la tendencia con una duración media superior a un año. Por su parte, el componente irregular captura oscilaciones erráticas, estadísticamente denominadas “ruido blanco” y, finalmente, el estacional está referido a variaciones periódicas y predecibles de la serie de tiempo en un periodo inferior o igual a un año.

⁸⁴ Entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, puestos de bolsa y empresas que bajo la figura de casa de cambio autorice la Junta Directiva del BCCR para realizar intermediación cambiaria.

⁸⁵ También llamado mercado privado de cambios.

⁸⁶ https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/PM_2017-2018.pdf.

⁸⁷ En el 2015, el resultado de esta cuenta empezó a ser positivo, pero con un monto relativamente bajo.

⁸⁸ Para los bienios 2020-2021 y 2022-2023 no es posible calcular los coeficientes de estacionalidad, debido a la limitada la cantidad de observaciones.

Resultados mensuales

1. **En cuanto a la regularidad**, los datos muestran que de febrero a agosto el superávit promedio diario en el periodo 2016-2023 supera a sus respectivos valores del lapso previo (Gráfico 3.1.A), lo cual es congruente con el comportamiento de la cuenta de bienes y servicios antes comentada. Asimismo, en octubre, que tradicionalmente es menos superavitario, esa condición fue más acentuada en los últimos ocho años. Para el resto de los meses se observa un comportamiento similar en los dos subperiodos.

En el bienio 2022-2023 se presenta un superávit mayor en febrero y marzo que en los demás meses, mientras que el segundo semestre muestra una relativa estabilidad. En ambos casos, el superávit de este período ocurre en niveles muy superiores a lo histórico y al bienio 2020-2021, este último con los efectos económicos consecuencia de las medidas aplicadas para contener la pandemia.

Gráfico 3.1. Promedio mensual del superávit diario en ventanillas y factores de estacionalidad

A. Promedio por periodos, en millones de dólares



B. Factores de estacionalidad



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. **En cuanto a los patrones de estacionalidad** destacan los siguientes mensajes (Gráfico 3.1.B):
 - a. Para el periodo 2016 -2023 la estacionalidad del mercado es menos marcada que en el período 2007-2015. En el primero de ellos la desviación estándar es de 2,5 p.p. (3,6 p.p. en el lapso anterior).
 - b. Para el período más reciente, febrero presenta un superávit mayor que el promedio anual, contrario a lo estimado para el periodo previo (coeficiente de 1,02 contra 0,96, en el orden respectivo).
 - c. En el cuatrimestre abril-julio del periodo 2016-2023, la estacionalidad del superávit es cercana al promedio anual, contrario a lo estimado para el periodo 2007-2015.
 - d. Para el cuatrimestre setiembre-diciembre los patrones de estacionalidad se comportan de manera similar entre ambos periodos, aunque los coeficientes son

menores en el lapso reciente, esta diferencia es particularmente acentuada en octubre.

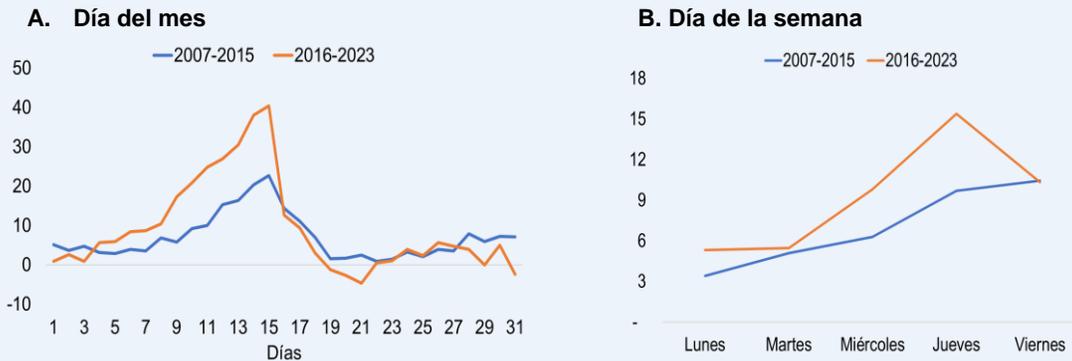
Regularidad a lo interno de cada mes

En general no se observan cambios relevantes entre los periodos analizados. En ambos el superávit promedio diario es creciente en el transcurso de las primeras dos semanas, mientras que disminuye en la tercera semana y se mantiene en la siguiente. No obstante, debe indicarse que en la primera quincena el superávit es mayor en el periodo 2016-2023, no así para la segunda quincena cuando las magnitudes promedio son similares en ambos periodos (Gráfico 3.2.A).

Finalmente, en lo que respecta a la regularidad dentro de la semana, el cambio más visible es que, a diferencia del período 2007-2015, que mostró un comportamiento creciente a lo largo de la semana, el máximo en el período más reciente se alcanza el jueves (Gráfico 3.2.B).

Gráfico 3.2 Superávit promedio de transacciones en ventanilla por día del mes y de la semana

En millones de dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Consideraciones finales

Tanto la regularidad del mercado cambiario como la aproximación de los coeficientes de estacionalidad señalan que el superávit del mercado privado de cambios presenta una menor volatilidad a lo largo del año. Lo anterior es coherente con el cambio estructural de la economía costarricense, cada vez más diversificada y orientada al sector externo, en particular en industrias de servicios cuya demanda externa es más uniforme durante el año. A lo interno del mes se percibe una mayor disponibilidad neta de divisas en la primera quincena y, en particular, los jueves.



**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 en 2023-2024 con respecto al 2022. 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, pero la convergencia a los objetivos inflacionarios se daría hasta en el 2025, lo cual tiene implicaciones sobre el nivel de tasas internacionales.

Para la economía nacional, se revisa al alza la proyección de crecimiento económico para el 2023 y el 2024, la demanda externa es el principal determinante del resultado del primer año, mientras que en el segundo influiría más la demanda interna. Por su parte, el retorno de la inflación general al rango de tolerancia alrededor de la meta, desde valores inferiores a ésta, sería un trimestre antes de lo estimado en el IPM de julio. Asimismo, la evolución de los principales indicadores del sector externo implicaría un menor déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, financiado en su totalidad por inversión directa.

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

A lo interno, se mantiene 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 disipó. Por otra parte, no se puede descartar que las presiones en el mercado cambiario incrementen las expectativas de variación cambiaria y se transmitan a las expectativas de inflación y, de esta forma, incidan sobre la inflación.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

Continúa la recuperación de la economía mundial, pero a un ritmo lento e inferior al promedio histórico.

En su informe Perspectivas de la economía mundial, de octubre 2023, el FMI estimó un crecimiento mundial de 3,0% en el 2023 y 2,9% en el 2024 (Gráfico 24). Esto representa una revisión a la baja de 0,1 p.p. para este último año con respecto al informe de julio (para el 2023 no hubo cambio) y una desaceleración en ambos años en comparación con el 2022.

Las economías avanzadas crecerían 1,5% en el presente año y 1,4% en el próximo. Si bien esas tasas son similares a las consideradas en el informe de julio, contemplan un cambio a lo interno de los países que lo componen: Estados Unidos mostraría un mayor impulso (2,1% y 1,5% en el 2023 y 2024, respectivamente), mientras que la zona del euro presentaría una marcada desaceleración, al pasar de 3,3% en el 2022 a 0,7% en el 2023 y 1,2% en el 2024.

Para las economías emergentes se espera un crecimiento de 4,0% en ambos años. Esto significa una revisión a la baja de 0,1 p.p. en el 2024, influida principalmente por la crisis del

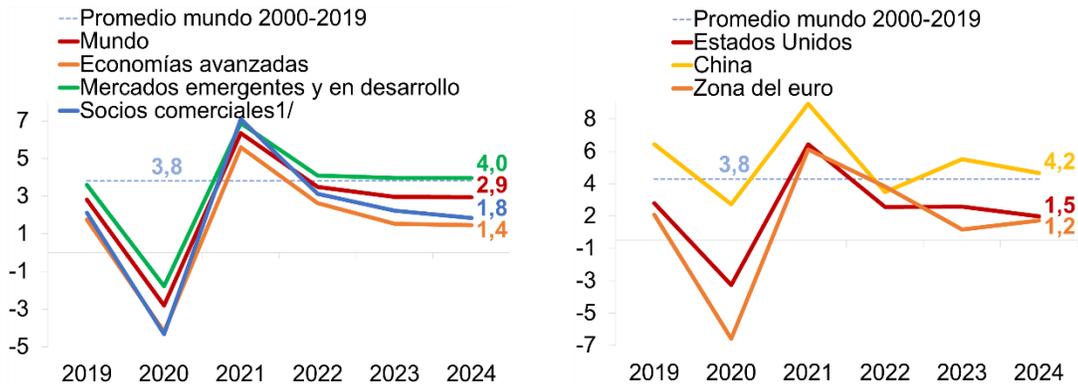
sector inmobiliario y el deterioro de la confianza en China. El crecimiento estimado para ese país se mantuvo en 5,2% para el 2023, pero se ajustó a la baja (a 4,2%) para el 2024. En el caso de América Latina y el Caribe, las estimaciones se ajustaron al alza, a 2,3% en ambos años del bienio.

Según el FMI, aunque algunos riesgos se han moderado, todavía se inclinan hacia un deterioro de la situación económica mundial debido a que: a) la crisis del sector inmobiliario en China podría intensificarse, b) la volatilidad de los precios de las materias primas podría aumentar por los efectos del cambio climático y los riesgos geopolíticos, c) la inflación general y la subyacente siguen elevadas y, d) existe un menor espacio fiscal en algunos países, dado su alto nivel de endeudamiento.

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

Gráfico 24. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024

Variación anual en porcentajes



¹Crecimiento económico de una muestra de los 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales, ponderado por el valor de las exportaciones acumuladas a mayo del 2023. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, octubre del 2023.

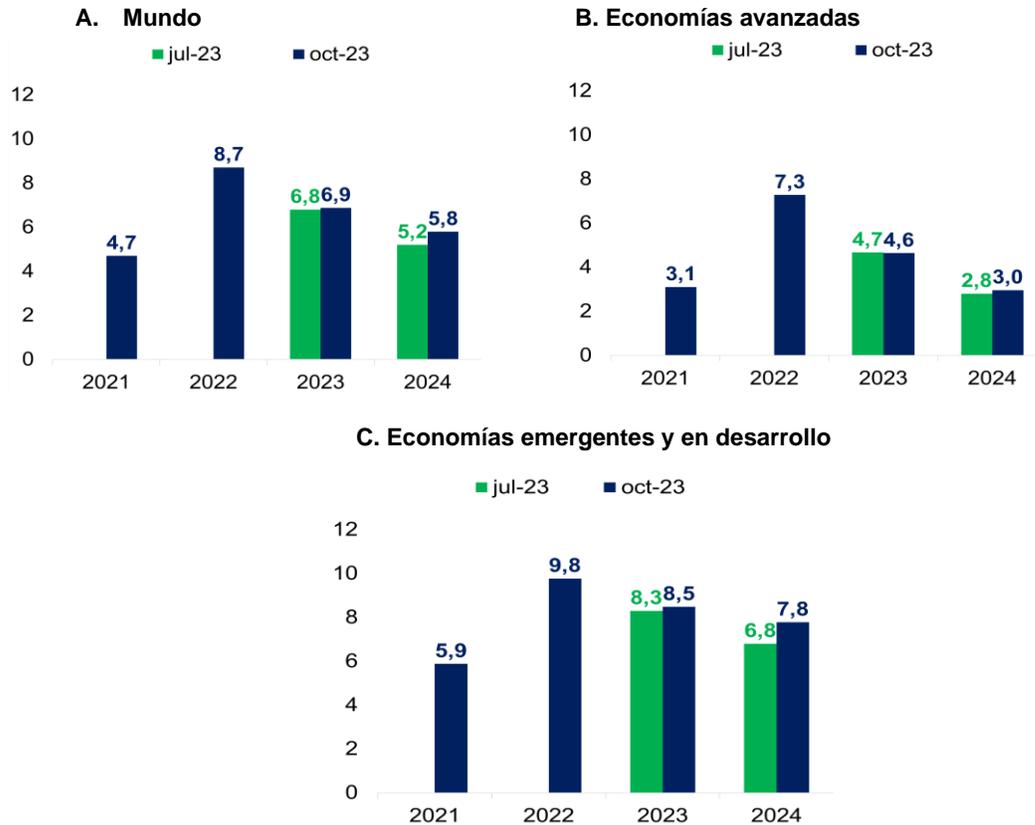
En setiembre, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) también estimó una desaceleración en el crecimiento mundial, de 3,5% en el 2022 a 3,0% en el 2023 y 2,7% en el 2024, lo que implicó una revisión al alza de 0,3 p.p. para el presente año y a la baja en 0,2 p.p. para el 2024. Al igual que el FMI, la OCDE considera que los riesgos continúan sesgados a la baja debido a la incertidumbre sobre la fortaleza y la velocidad de transmisión de la política monetaria, la persistencia de la inflación y los efectos adversos de una desaceleración mayor de lo esperado en China.

En lo que respecta a la inflación mundial, el FMI prevé que disminuya desde 8,7% en el 2022 hasta 6,9% en el 2023 y 5,8% en el 2024 (Gráfico 25.A), debido principalmente al endurecimiento de la política monetaria y la disminución en el precio de las materias primas; en ambos casos, las estimaciones se revisaron al alza. Además, estima que la inflación subyacente disminuirá más gradualmente y que en la mayoría de las economías la inflación retornará al objetivo de los bancos centrales hasta en el 2025. Por regiones, el FMI proyecta para las

economías avanzadas inflaciones por debajo del 5% y por encima de 7% para las emergentes en el bienio 2023-2024 (Gráficos 25.B y 25.C).

Gráfico 25. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024

En porcentajes



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

En términos generales, se prevé un crecimiento económico mundial por debajo del promedio 2000-2019. Las fuerzas que frenan la recuperación son:

- a) Factores estructurales generados por la pandemia, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como la fragmentación geoeconómica. Nótese que, al momento de estas proyecciones del FMI, todavía no se había iniciado la crisis en el Medio Oriente por el enfrentamiento armado entre el grupo de resistencia Hamás y el ejército israelí.
- b) Factores cíclicos asociados con el endurecimiento de la política monetaria, el retiro de los estímulos fiscales y los efectos que generan fenómenos asociados al cambio climático.

Para Costa Rica, un elemento favorable es que Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, crecerá en el bienio 2023-2024 más de lo contemplado en el informe previo del FMI. Adicionalmente, se prevé una mejora en los términos de intercambio con respecto a lo previsto en julio pasado (Cuadro 3).

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024

Variación interanual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de julio 2023 (en p.p.) ¹	
	2022	2023	2024	2023	2024
Crecimiento mundial	3,5	3,0	2,9	0,0	-0,1
Crecimiento Estados Unidos	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5
Crecimiento socios comerciales, promedio	3,1	2,2	1,8	0,3	0,1
Inflación mundial (promedio)	8,7	6,9	5,8	0,1	0,6
Inflación economías avanzadas (promedio)	7,3	4,6	3,0	-0,1	0,2
Inflación economías emergentes (promedio)	9,8	8,5	7,8	0,2	1,0
Inflación socios comerciales, promedio	6,7	3,8	2,9	-0,7	0,2
Precio de hidrocarburos (USD)	119,0	104,9	104,8	1,6	4,4
Variación %	55,8	-11,8	-0,1	1,4	2,7
Índice de precios de granos, variación %	19,7	-14,8	-9,1	---	---
Términos de intercambio, variación %	-7,0	3,1	1,0	0,8	0,9
SOFR (a diciembre) ²	2,9	5,4	4,5	0,2	0,6

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

²Corresponde al indicador a 6 meses plazo, calculado por la Bolsa Mercantil de Chicago (CME, por sus siglas en inglés) a partir de la tasa de interés denominada SORF (Secured Overnight Financing Rate).

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. Aunque el crecimiento estimado presenta un mejor resultado de la demanda interna en ambos años, se mantiene el dinamismo de la demanda externa, que continúa como el principal motor de crecimiento en el 2023. En el 2024 influiría principalmente la demanda interna.

Para el bienio 2023-2024 se proyecta un crecimiento de 5,0% y 4,3%, lo que significa una revisión al alza de 0,8 p.p. y 0,5 p.p. en el primer y segundo año, en ese orden, con respecto al informe de julio pasado.

Los resultados de esta revisión están determinados por decisiones de los agentes económicos vinculados con la demanda interna, en especial el mayor crecimiento del consumo privado, aunado a la inversión privada y a la menor caída prevista de la inversión pública, esto último en el 2023. También, con respecto al informe anterior, se proyecta una desacumulación de existencias en el 2023 debido a la aceleración del gasto privado y una menor acumulación en el 2024.

La demanda externa total crecería a un ritmo similar en ambos años, si se compara con lo estimado en el informe de julio, comportamiento que combina las mayores ventas de bienes al exterior, especialmente de empresas del régimen especial, con un crecimiento moderado en servicios relacionados con el ingreso de turistas.

En el 2024 el crecimiento estaría sustentado en la evolución de la demanda interna y, en menor medida, en la externa, pues las exportaciones serían afectadas por la desaceleración prevista en la actividad económica de los principales socios comerciales.

Las proyecciones contemplan un aumento del ingreso nacional disponible bruto en volumen de 4,7% y 4,1% en el 2023 y 2024, en ese orden (4,0% y 3,7% en el IPM de julio), determinado por el crecimiento de la producción y la ganancia en la relación de los

términos de intercambio, estimada en 3,1% y 1.0%⁸⁹ para estos años (ganancia de 2,3% y 0,1% en el informe pasado)

Los principales aspectos que explican la revisión al alza de la estimación del PIB en el bienio en comentario, por componentes del gasto (Cuadro 4), son:

1. **Consumo de hogares.** En ambos años la revisión del pronóstico responde al mayor ingreso disponible bruto. Particularmente, la estimación para el 2023 se ajustó al alza en 0,7 p.p. debido, en parte, a la recuperación de la confianza de los consumidores y al impacto de la menor inflación sobre la capacidad adquisitiva de los hogares. Destaca en estas proyecciones el aporte al crecimiento del consumo de servicios de suministro de comida y bebidas, compra de vehículos, alquiler de vivienda, servicios de salud, servicios de entretenimiento, enseñanza y productos alimenticios.
2. **Consumo del Gobierno.** Se mantiene la proyección del gasto de consumo del Gobierno en el 2023; sin embargo, en esta oportunidad se estima una caída en el gasto de las entidades públicas dedicadas a las actividades de administración y enseñanza pública, que sería compensada por un crecimiento en las compras de bienes y servicios para la atención de la salud de la población. En el 2024, según las estimaciones más recientes del Ministerio de Hacienda, el consumo del Gobierno crecería ligeramente por encima de lo estimado en el informe pasado, sin que esto signifique que se abandone la directriz vigente de contención en el gasto público.
3. **Formación bruta de capital fijo.** En ambos años se revisó al alza debido al mejor desempeño previsto para la inversión en nuevas construcciones privadas, así como de una menor caída en la inversión pública en el 2023 y un mayor crecimiento en el 2024 en comparación a lo estimado en el IPM pasado⁹⁰. Asimismo, se estima un mayor crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios en ambos años.
4. **Demanda externa.** El crecimiento de esta variable en el bienio es similar al del informe pasado, pero hay cambios en su conformación. Este resultado combina la mayor demanda por productos de empresas del régimen especial, así como de productos agropecuarios del régimen definitivo (banano, piña, raíces, tubérculos y hortalizas)⁹¹, con la moderación del crecimiento en la exportación de servicios relacionados con el ingreso de turistas en ambos años (se mantiene el dinamismo

⁸⁹ La ganancia en los términos de intercambio obedece a la mejora en la relación de precios, tanto de bienes como de servicios, debido a la desaceleración del precio internacional de las materias primas con respecto al 2022. Además, ha influido en dicha ganancia la reducción en el precio medio del servicio de transporte de carga marítimo ya contemplado en el informe pasado.

⁹⁰ Para el 2023, en este informe se revisó al alza la inversión en nueva construcción privada de 9,0% en julio a 19,0%, tanto por el segmento residencial (apartamentos y viviendas) como no residencial (locales comerciales y estacionamientos). Por su parte, la inversión pública en nuevas construcciones caería 1,7%, menos de lo previsto en julio (-7,1%) debido al mayor avance del Conavi en trabajos de mantenimiento de vías de comunicación terrestre, mayor ejecución de proyectos municipales y el avance de la Ruta 32. Para el 2024 se estima un crecimiento en la nueva construcción privada de 4,2% (3,2% en julio) y un aumento de 1,7% en la inversión en infraestructura pública 1,6% en el informe pasado).

⁹¹ Esto por cuanto se mantiene la contracción prevista para el 2023 de las exportaciones de productos manufacturados y agroindustriales de este grupo de empresas (llantas, café, azúcar, carne).

de las exportaciones de servicios empresariales e informáticos). En el 2024, si bien el crecimiento de la demanda externa de bienes se modera con respecto al 2023, coherente con la evolución esperada para los socios comerciales, se prevé una recuperación en la demanda de productos manufacturados del régimen definitivo.

5. **Importaciones.** Se modera el crecimiento previsto para el 2023 de las importaciones, tanto de bienes como de servicios. No obstante que las compras de bienes al exterior de empresas del régimen definitivo se revisaron al alza (vehículos, productos alimenticios, equipo de transporte y de telecomunicaciones), congruente con el desempeño previsto para el consumo, la inversión, las menores compras de empresas de régimen especial⁹² de insumos vinculados con la industria alimenticia y bienes de capital incidirían en la moderación de las importaciones de bienes. Por su parte, en el menor crecimiento de las importaciones de servicios incidiría la importación de servicios empresariales y de transporte, ligeramente compensado por la mayor salida de costarricenses al exterior.

Por el contrario, para el 2024 se revisa al alza el crecimiento tanto de las importaciones de bienes como de servicios. En el caso de los bienes, el alza estaría determinada por el efecto combinado de una mayor inversión en bienes de capital por parte de empresas del área tecnológica y la evolución prevista para el consumo y la actividad económica. Por su parte, en la revisión de las importaciones de servicios influyó el aumento estimado para los servicios profesionales y de apoyo empresarial, e información.

Cuadro 4. PIB en volumen por componentes del gasto 2023-2024

Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias respecto al IPM julio 2023 en p.p.	
	2022	2023	2024	2023	2024
Producto interno bruto	4,6	5,0	4,3	0,8	0,5
Consumo de hogares	3,4	4,5	4,0	0,7	0,3
Consumo de gobierno	2,4	0,2	0,5	0,0	0,1
Formación bruta de capital fijo	1,5	12,9	7,4	5,5	2,0
Variación de existencias (% de PIB)	0,7	-0,2	0,2	-0,4	-0,1
Exportaciones	13,2	11,6	6,8	-0,1	-0,1
Bienes	6,8	13,8	7,9	0,6	0,5
Servicios	23,9	8,5	5,3	-0,9	-1,0
Importaciones	6,0	8,6	7,5	-1,3	1,5
Bienes	3,5	9,1	8,5	-1,3	1,8
Servicios	15,9	6,7	3,9	-1,4	0,7
Ingreso disponible bruto real	1,4	4,7	4,1	0,7	0,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁹² Con respecto a la evolución prevista para las compras de empresas del régimen especial, se debe considerar que en el bienio 2021-2022 éstas aumentaron 20,8%, en promedio, lo que podría sugerir un proceso de acumulación de inventarios durante ese período.

Por actividad económica, la revisión al alza en el crecimiento del bienio se relaciona con las actividades de servicios empresariales, construcción, manufactura y agricultura, esta última en el 2023.

Según actividad económica, la revisión al alza en el crecimiento económico responde a (Cuadro 5):

- 1. Servicios empresariales.** El ajuste al alza del crecimiento estimado para ambos años estaría determinado por el incremento en los servicios en consultoría, profesionales y de apoyo a empresas que brindan las empresas adscritas al régimen especial, destinados principalmente al mercado externo, así como servicios de publicidad, de arquitectura e ingeniería, jurídicos, de seguridad y de contabilidad de empresas del régimen definitivo.
- 2. Construcción.** Se revisa al alza el crecimiento estimado para el 2023, por cuanto el resultado del tercer trimestre de la construcción con destino privado en este año fue superior al previsto, específicamente en el segmento residencial para grupos de ingresos medios y altos, así como del no residencial (edificios, locales comerciales y estacionamientos). Asimismo, la construcción con destino público caería menos de lo considerado en el informe pasado por las razones comentadas previamente en este informe. Para el 2024 se prevé un crecimiento mayor al estimado en julio, aunque menor al del 2023, por la evolución positiva en la construcción tanto con destino privado como público⁹³.
- 3. Manufactura.** En ambos años se revisa al alza el pronóstico; para el 2023, debido al mejor desempeño en la producción de empresas del régimen especial (especialmente de implementos médicos), que atenuó la menor previsión para la actividad de las empresas del régimen definitivo. Estas últimas fueron afectadas por una menor demanda local de la producción de caucho y papel; y de productos alimenticios (arroz, azúcar y panadería). Para el 2024 se espera que la actividad crezca, dada la evolución prevista para las empresas de los regímenes especiales que suplen al mercado externo, aunado a una leve mejora de las empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.
- 4. Agropecuario.** La revisión al alza del 2023 responde al mejor resultado previsto en la producción de banano, raíces y tubérculos y piña⁹⁴. Esto debido a la estabilización de precios de banano y piña en el mercado internacional, la reducción, aunque moderada, que persiste del precio de los fertilizantes y las

⁹³ Durante el 2024, se mantiene la previsión de que la construcción con destino público retorne a tasas positivas, por el impulso de la construcción en carreteras, caminos y puentes a cargo del MOPT-Conavi, el avance del Programa de Integración Fronteriza (PIF) a cargo del Ministerio de Comercio Exterior e inversiones de generación eléctrica en las Plantas, Geotérmica Borinquen I, Eólica Tejona, Hidroeléctrica Garita Etapa 1 y proyectos solares fotovoltaicos, ligeramente compensado por el menor presupuesto para la construcción de centros de salud y obras de acueductos y alcantarillados.

⁹⁴ El crecimiento previsto para la actividad agrícola en el 2023 estaría condicionado por: a) los cambios en los patrones climáticos ocasionados por el fenómeno El Niño-Oscilación del Sur (ENOS) y b) la afectación de plagas sobre las actividades agropecuarias (hormiga loca, mosca de establo y el escarabajo picudo). Más información sobre el primer aspecto se puede ver [aquí](#).

condiciones climáticas estables en la primera parte del año⁹⁵. Se mantiene la proyección para el 2024, que considera la demanda de productos agrícolas con orientación al mercado externo y el impacto positivo, ya previsto en el informe pasado, sobre la producción pecuaria debido a la estabilización de los precios de sus insumos.

5. Hoteles y restaurantes. La revisión a la baja para el 2023 se asocia, por una parte, con la menor demanda interna de los servicios de hoteles y, por otra, con el menor incremento en el turismo receptor (de 12,4% contra 20,0% en el IPM de julio), que incidiría en los servicios tanto de hoteles como restaurantes. Congruente con la estimación de ingreso de turistas y la demanda interna por estos servicios, para el 2024 se estima un crecimiento de dos dígitos, que significa una aceleración con respecto al 2023.

6. Comercio. Se revisa al alza el crecimiento para el 2023 debido al mejor desempeño en las actividades agropecuaria, manufactura y construcción, dados los encadenamientos productivos con dichas actividades a lo cual se suma el persistente dinamismo en la comercialización de vehículos. El crecimiento del 2024 se desaceleraría con respecto al 2023 acorde a la evolución prevista para la actividad económica.

7. Transporte. Esta actividad se ajusta al alza en ambos años, debido al aumento de los servicios de transporte de carga y actividades de apoyo al transporte (servicios de peaje, aeropuertos y puertos), ligeramente compensado por el menor crecimiento en el flujo de turistas, que influiría en las actividades de servicios de transporte terrestre de personas por autobuses y taxis. Estos mismos aspectos, aunados a las actividades de mensajería, explican el ajuste en el 2024.

Cuadro 5. PIB en volumen por actividad económica 2023-2024

Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de julio 2023 (en p.p.)	
	2022	2023	2024	2023	2024
Producto interno bruto	4,6	5,0	4,3	0,8	0,5
Agricultura	-2,3	2,1	1,1	1,3	0,0
Manufactura	3,4	7,6	3,7	1,6	0,9
Construcción	-4,9	17,0	4,0	9,5	0,9
Destino Privado	-4,2	19,0	4,2	10,0	1,0
Destino Público	-11,1	-1,7	2,0	6,9	0,3
Comercio	3,3	2,8	2,7	0,1	-0,1
Transporte y almacenamiento	8,3	2,9	4,7	0,8	0,8
Hoteles y Restaurantes	13,7	4,9	11,0	-4,6	-0,6
Servicios empresariales	7,6	11,1	9,8	3,5	2,7
Resto ^{1/}	5,0	2,6	3,0	-0,3	-0,1

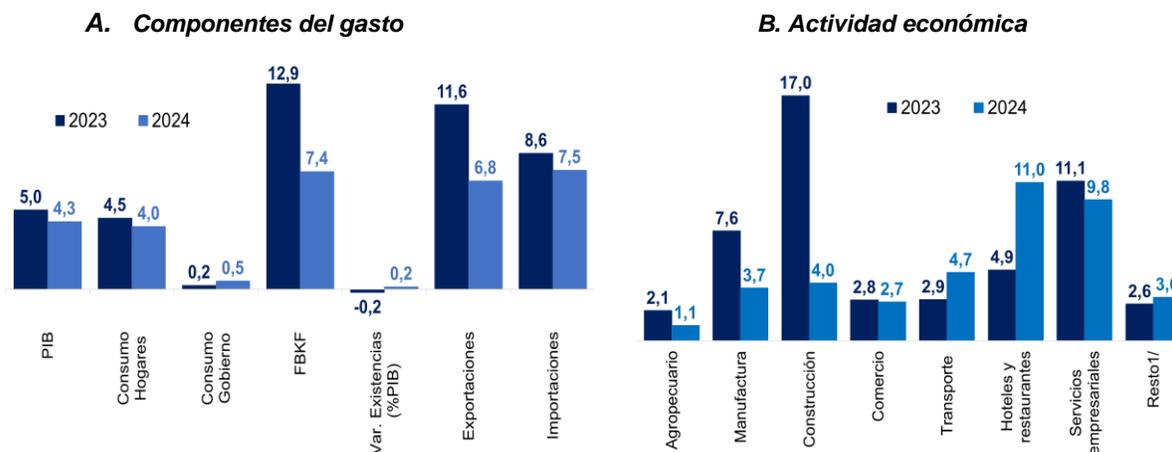
^{1/}Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, administración pública, educación y salud, actividades artísticas, de entretenimiento, recreativa; hogares como empleadores, e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁹⁵ En el cultivo de piña esa estabilidad coincidió con el periodo anual de la floración natural y se tradujo en una mejora en la productividad.

El Gráfico 26 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 26. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica
Variación anual en porcentajes



¹Minas 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.

En el bienio 2023-2024 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuiría como resultado del relativo alto crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios de las empresas amparadas a regímenes especiales y del turismo receptivo, así como el efecto de una menor factura petrolera, congruente con las previsiones de mejora en los términos internacionales de intercambio.

En este lapso el déficit de la cuenta corriente se ubicaría, en promedio, en 2,2% del PIB (Gráfico 27), lo cual significa una reducción con respecto al 2022. Este comportamiento se sustenta en una mejora en el superávit de bienes y servicios, que alcanzaría 4,6% del PIB, como promedio anual (3,0% en 2022), cuyo efecto sería parcialmente compensado por mayores egresos netos de la cuenta de ingreso primario.

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría niveles promedio con respecto al PIB de 5,9% (8,5% en el 2022), mejora asociada al buen desempeño de las ventas externas y a la moderación en las importaciones. Las exportaciones crecerían a una tasa promedio interanual de 12,1%, lideradas por las ventas de las empresas adscritas al régimen de zonas francas (18,4%), principalmente de productos manufacturados, en especial instrumentos y suministros médicos y dentales.

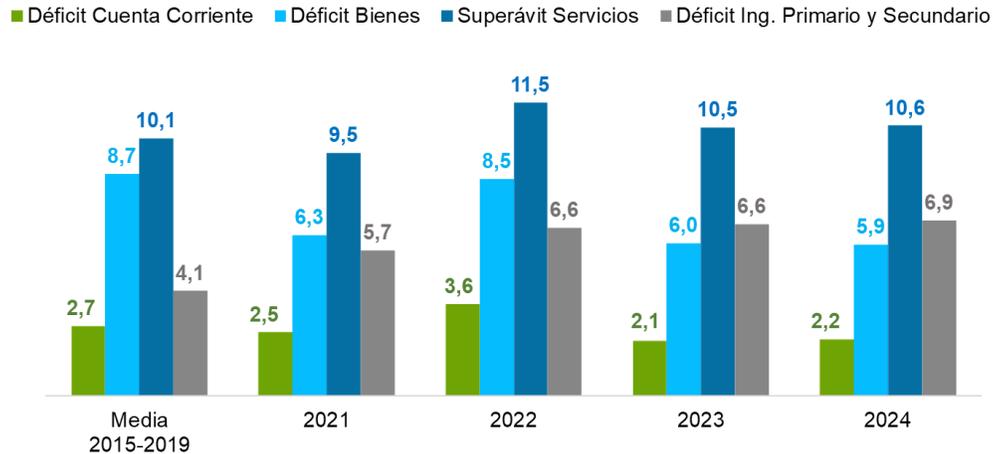
Específicamente, las exportaciones del régimen definitivo desacelerarían (de 4,1% en el 2022 a 1,9% como tasa media para el bienio). Dicha desaceleración se explica por la contracción estimada en la venta de productos manufacturados (1,3% en promedio), toda vez que las exportaciones agrícolas crecerían 6,3% en el bienio.

Las importaciones totales crecerían en el bienio 8,8% como promedio anual (19,1% en el 2022), dada la desaceleración tanto en el régimen definitivo como de los regímenes

especiales. Este comportamiento se debe, fundamentalmente, a la disminución en los precios de las importaciones y la normalización en los costos de transporte marítimo.

Gráfico 27. 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.

En cuanto a la importación de hidrocarburos, se estima un valor medio de *USD 2.424,1 millones* en el bienio, que significaría una reducción interanual media de 0,6 p.p. del PIB. Este resultado combinaría una caída interanual del precio del barril de la mezcla del producto terminado de 6,0% y un incremento interanual medio en la cantidad importada de barriles de 4,2%.

El balance positivo de la cuenta de servicios continuaría con tasas anuales de dos dígitos, que llevarían a un superávit promedio anual de *USD 9.702,6 millones (10,6% del PIB)*. En este resultado destacarían la cuenta de viajes, y los servicios de apoyo empresarial, telecomunicaciones, información e informática.

En lo que respecta a la retribución a los factores de producción (cuenta de ingreso primario) se prevé un incremento del déficit hasta alcanzar un monto promedio anual de *USD 6.806,0 millones (7,4% del PIB)*, asociado principalmente a: i) mayor renta de la inversión directa debido al aumento en la rentabilidad de estas empresas dado el crecimiento de sus exportaciones y, ii) el aumento en los intereses de la deuda pública externa ante un mayor nivel de financiamiento externo del país y las mayores tasas internacionales de interés previstas.

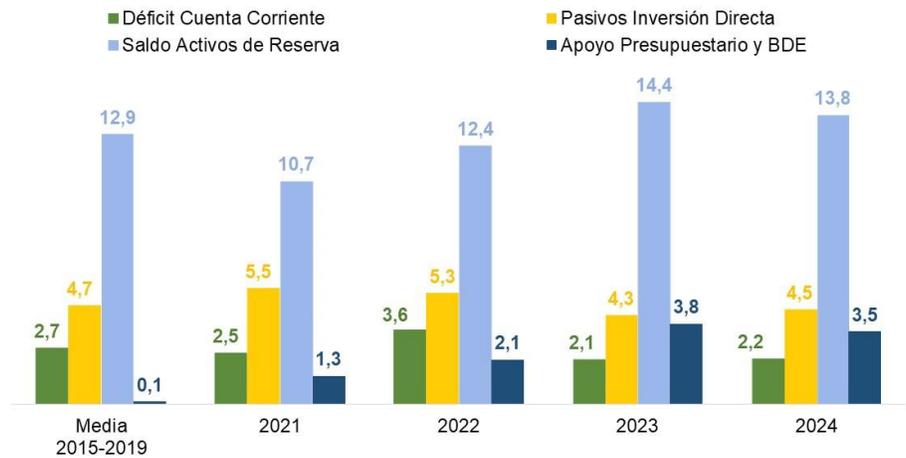
En el 2023 ingresaría al país ahorro externo neto por un monto equivalente a 6,7% del PIB, lo que propiciaría que el saldo de los activos de reserva con respecto al PIB ronde el 14,4%. En el 2024, pese a la disminución prevista de los flujos financieros, este cociente se ubicaría en 13,8% y mantendría el nivel de reservas internacionales dentro del rango adecuado según la metodología del FMI.

En el 2023, el ingreso neto de recursos de la cuenta financiera rondaría los *USD 5.837,0 millones*, equivalente a 6,7% del PIB (6,1% en el 2022), mientras que el siguiente año el acceso al ahorro externo disminuiría en 3,7 p.p. del PIB.

El financiamiento externo al sector privado estaría determinado por los flujos de inversión directa, con una participación media en el bienio de 4,4% del PIB (5,3% en el 2022), principalmente de empresas dedicadas a la producción de dispositivos médicos y de la industria electrónica de alta tecnología. Estas estimaciones son congruentes con el buen desempeño previsto para las exportaciones de las empresas amparadas a los regímenes especiales en el período (Gráfico 28).

Gráfico 28. 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.

El sector público recibiría flujos de ahorro externo cercano al 3,0% del PIB en promedio. En el 2023 los recursos provendrían, principalmente, de dos colocaciones de títulos valores en el exterior por un total de *USD* 3.000 millones⁹⁶, mientras que en el siguiente año estarían relacionados, en su mayoría, con los desembolsos de créditos de apoyo presupuestario y vinculados a proyectos, por *USD* 3.167,8 millones.

Para el 2024 se prevé una reducción en el financiamiento externo, principalmente por la mayor adquisición de activos externos del sector privado (con excepción de la inversión directa). A pesar de esto, dichos in-flujos serían suficientes para financiar el déficit de la cuenta corriente y ubicar el saldo de los activos de reserva en torno a 13,8% del PIB al finalizar el bienio y colocar el acervo de reservas internacionales en un valor dentro del rango adecuado según la metodología del FMI (129,2%).

En lo que resta del 2023 y en el 2024 continuarán los esfuerzos del Gobierno Central para generar superávits primarios, necesarios en el proceso de consolidación fiscal.

Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, los resultados primario y financiero del Gobierno Central se ubicarían en 1,6% y -3,4% del PIB en el 2023, y en 1,9% y -3,0% en el 2024, en el orden respectivo (Gráfico 29.A).

Estas estimaciones se sustentan en medidas de contención del gasto, como resultado del cumplimiento de la regla fiscal, y en una recaudación tributaria coherente con la evolución

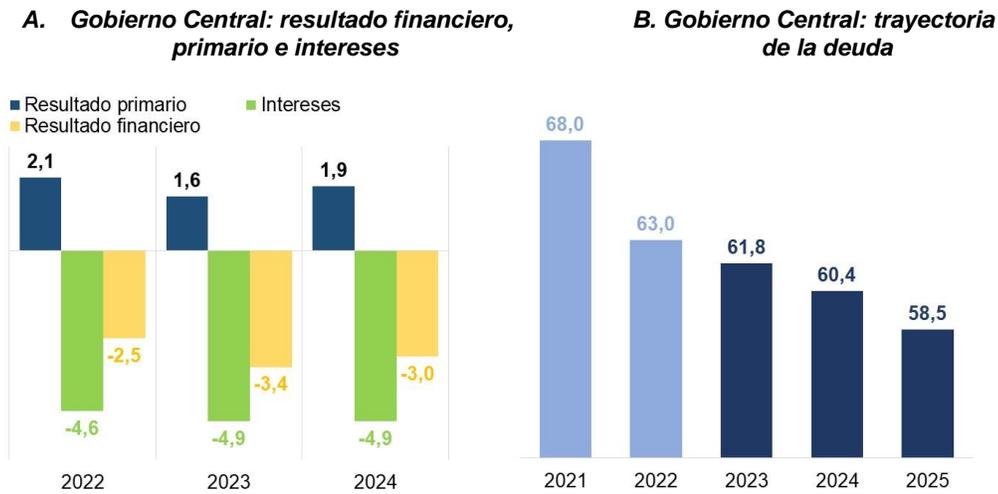
⁹⁶ De este monto ya fueron colocados *USD* 1500 millones.

de la actividad económica y el avance en la gradualidad de las disposiciones tributarias incluidas en la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635).

En particular, los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 6,1% en este lapso, impulsados por los componentes de ingresos y utilidades y de valor agregado; esas dos partidas representan el 74% de los ingresos tributarios. Dado este comportamiento, la carga tributaria promedio se ubicaría en 13,8% del PIB (14,1% en el bienio previo).

Gráfico 29. Proyecciones fiscales

Porcentaje del PIB



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

Los gastos totales presentarían una tendencia a la baja, de modo que la relación del gasto total al PIB pasaría de 18,7% en el 2023 a 18,5% un año después (20,0% en el bienio previo). Este comportamiento supone la aplicación de la regla fiscal sobre el gasto total en el tanto la razón de deuda a PIB ha superado el 60%⁹⁷. En cuanto al gasto primario, en términos del PIB este bajaría de 13,8% a 13,6% entre el 2023 y el 2024 y el gasto en intereses se mantendría en torno a 4,9% en ambos años⁹⁸.

Dada la continuidad de superávits primarios, las necesidades de financiamiento bajan y se ubican en 9,0% del PIB en el 2023 y en 8,2% el siguiente año, ambas cifras por debajo de lo previsto en el IPM de julio pasado.

De acuerdo con los supuestos utilizados por el Ministerio de Hacienda, el financiamiento sería cubierto mayoritariamente en el mercado local; no obstante, también se dispondría de financiamiento externo, proveniente de la colocación de títulos por USD 1.500 millones

⁹⁷ Para el 2024 el proyecto de ley de presupuesto contempló una tasa máxima de crecimiento del gasto de 3,53%, en acato a lo dispuesto en el artículo 15 del Capítulo II del Título IV de la Ley 9635.

⁹⁸ La prevalencia de superávits primarios y la estrategia de deuda aplicada por el Ministerio de Hacienda llevaría inicialmente a una estabilización de la razón del gasto en intereses a PIB (2023-2024), para continuar luego con una trayectoria descendente.

a finales del 2023 y USD 1.000 millones en el 2024⁹⁹, así como desembolsos de créditos de apoyo presupuestario programados con organismos multilaterales y bilaterales¹⁰⁰ y créditos con el FMI¹⁰¹.

Los superávits primarios y los cambios en la estrategia de deuda pública generan un círculo virtuoso, que permitiría que el valor nominal de la deuda crezca a un ritmo menor que el de la producción¹⁰², por lo cual el Ministerio de Hacienda supone que continuará la trayectoria decreciente de la razón de deuda a PIB, hasta alcanzar 61,8% en el 2023, 60,4% en el 2024 y un valor por debajo del 60% en el 2025 (Gráfico 29.B); esta trayectoria es similar a la contemplada en el IPM de julio.

Consecuente con lo indicado en el informe de julio pasado, se estima que el choque desinflacionario tuvo su mayor impacto durante el tercer trimestre del presente año y que tanto la inflación general como la subyacente retornarán al rango de tolerancia alrededor de la meta durante el segundo trimestre del 2024.

Para el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende desde el cuarto trimestre del 2023 hasta el tercero del 2025, los modelos de proyección del BCCR indican que la inflación general se mantendrá por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta hasta el primer trimestre del 2024¹⁰³. Estas proyecciones incorporan la postura de política monetaria del BCCR con el objetivo de lograr que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por su Junta Directiva (3 % ± 1 p.p.)¹⁰⁴.

La valoración de riesgos sobre la proyección de inflación muestra que, en el corto plazo existe una mayor probabilidad de que tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en valores inferiores a 2,0%; no obstante, en el mediano plazo los riesgos se encuentran inclinados al alza, principalmente por eventos asociados con fenómenos climáticos, la reducción de oferta de algunas materias primas en los mercados internacionales, así como los renovados riesgos geopolíticos, factores que tendrían implicaciones directas e indirectas sobre los precios locales.

La persistencia y magnitud de choque desinflacionario incorporado en las proyecciones de inflación del informe de julio pasado se manifestaron de acuerdo con lo previsto. Por ello, la trayectoria proyectada en el presente ejercicio para la inflación general y la

⁹⁹ En el 2025 se podría realizar una colocación adicional por USD 1.000 millones.

¹⁰⁰ Alrededor de USD 65 millones en lo que resta del 2023 y USD 997 millones en el 2024.

¹⁰¹ Estas proyecciones suponen el cumplimiento de los compromisos establecidos en el acuerdo con el FMI, en el Plan Nacional de Desarrollo e Inversión Pública 2023-2026 y en la Ley de autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional (Ley 10.332).

¹⁰² Para el trienio 2023-2025 el saldo de la deuda se estima crecerá 3,6%, en promedio anual, en tanto que el PIB nominal lo haría a una tasa media anual de 6,2%.

¹⁰³ En el informe de julio pasado se estimó que la inflación general ingresaría al rango en el tercer trimestre del 2024 y la subyacente lo haría en el primer trimestre de ese mismo año.

¹⁰⁴ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a octubre 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.

subyacente en el corto plazo no difiere de forma significativa de lo indicado en dicho informe.

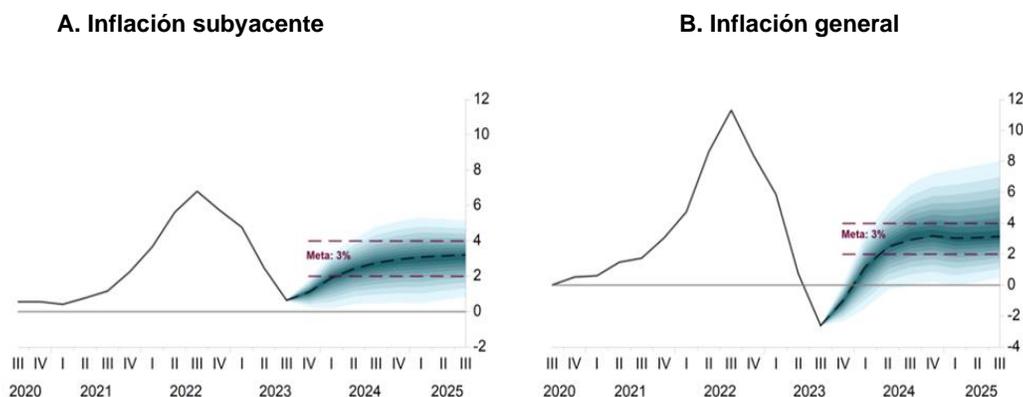
Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían a ubicarse en torno a 3,0%, lo que disminuye la probabilidad de que se manifiesten efectos de segunda ronda. Por su parte, la brecha del producto, otro de los determinantes, tendría un valor promedio cercano a cero en el horizonte de proyección, es decir el nivel de actividad económica estaría cercano a su potencial, por lo cual no se anticipan presiones inflacionarias originadas en excesos de demanda.

Dado lo anterior, la inflación subyacente pasaría de 1,1% en el cuarto trimestre del 2023 y 2,5 % como promedio para el 2024, hasta ubicarse en torno a 3,2 % en promedio durante los primeros tres trimestres del 2025 (Gráfico 30.A).

Por su parte, la inflación general se mantendría en valores negativos durante el cuarto trimestre del presente año (-1,0%), aunque menos negativos que los observados en el tercer trimestre. Se estima que este indicador repunte a 2,4% como promedio para el 2024 y 3,1% en los primeros tres trimestres del 2025 (Gráfico 30.B).

Para todo el horizonte de proyección (del cuarto trimestre del 2023 al tercer trimestre del 2025), en promedio la inflación subyacente y general alcanzarían 2,6% y 2,3%, respectivamente. En ambos casos, las nuevas proyecciones fueron revisadas ligeramente al alza con respecto a las presentadas en el informe anterior.

Gráfico 30. Proyección de inflación
*Variación interanual en porcentajes*¹



¹ Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y de la inflación general medida por el Índice de Precios al Consumidor a lo largo del horizonte de proyección. Se trata de proyecciones condicionales; es decir, toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria que pudieran presentarse a lo largo de dicho periodo. 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 en torno a 7,5% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 6,9% en el 2023 y 6,6% en el 2024, tasas ligeramente superiores a las previstas en el informe de julio. Esta revisión al alza considera, además, la postura menos restrictiva 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 contiene el proceso de dolarización relativa del crédito observado en los primeros nueve meses 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 julio 2023 (en p.p.)	
		2022	2023	2024	2023
PIB crecimiento real	4,6	5,0	4,3	0,8	0,5
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-3,6	-2,1	-2,2	0,5	0,0
Saldo activos de reserva (% del PIB)	12,4	14,4	13,8	0,0	0,6
Indicador de seguimiento de reservas (IR)	98,0	133,0	129,0	7,0	4,0
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ¹	-2,5	-3,4	-3,0	0,1	0,0
Resultado primario ¹	2,1	1,6	1,9	0,0	0,0
Variación interanual del IPC ²	7,9	-1,0	3,2	-1,3	0,8
Agregados monetarios y crédito (variación %) ³					
Liquidez total (M3)	4,2	7,6	7,4	0,4	0,4
Crédito al sector privado	5,9	6,9	6,6	0,1	0,3
Moneda nacional	8,0	6,0	8,2	-0,7	0,4
Moneda extranjera	2,2	9,0	3,0	2,0	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 octubre 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 podrían alterar el escenario macroeconómico central propuesto en este ejercicio.

En el entorno externo, los riesgos en materia de inflación se inclinan al alza, en tanto que los de actividad económica a la baja. La persistencia de la inflación genera incertidumbre sobre la magnitud y duración de la política monetaria restrictiva y su impacto en el crecimiento económico. Este comportamiento se acentuaría por posibles alzas en los

precios de materias primas asociadas con la intensificación de los conflictos geopolíticos y por el impacto de fenómenos relacionados con el cambio climático, lo que causaría un impacto negativo adicional en la actividad económica.

Una nueva fuente de incertidumbre geopolítica surgió recientemente por las tensiones en el Medio Oriente, debido al conflicto bélico entre Israel y el grupo Hamás (Infografía 1). Las consecuencias económicas todavía no son claras, pero según la subdirectora gerente del FMI¹⁰⁵, si esta situación se torna en un conflicto regional se prevén consecuencias económicas importantes debido, principalmente, a su posible impacto sobre el precio del petróleo.

Ese organismo internacional estima que un aumento del 10% en el precio del petróleo llevaría a una reducción en torno a 0,15 p.p. del PIB mundial y un incremento de 0,4 p.p. en la inflación global. En un contexto donde la inflación aún no ha sido controlada, una reversión de la tendencia a la baja observada a nivel internacional complicaría el retorno de dicha variable a las metas de los bancos centrales.

A los principales riesgos señalados se le suma una mayor fragmentación geoeconómica, vinculada en mayor medida con 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. Ello puede introducir riesgos a la baja para el comercio global y problemas en las cadenas de suministro, ambos con efectos inflacionarios y negativos sobre la producción. Aunado a lo anterior, una desaceleración de la economía de China y las tensiones por el sobreendeudamiento de las economías pueden tener efectos adversos en el crecimiento económico.

En el contexto anterior, un crecimiento de la economía mundial y, en especial, de nuestros principales socios comerciales, menor al incorporado en las proyecciones de este ejercicio, se manifestaría en una posible reducción de la demanda externa del país que, de no ser compensada por la demanda interna, implicaría un crecimiento económico local por debajo del proyectado. Esta situación llevaría a valores negativos de la brecha del producto, con efectos a la baja sobre la senda pronosticada de inflación.

No obstante, la proyección de inflación también estaría influida por los precios de las materias primas, en especial el petróleo y los alimentos, por lo que existe incertidumbre sobre el efecto neto sobre inflación. Con independencia del efecto final sobre la inflación, la incertidumbre tiende a desacelerar la actividad económica.

¹⁰⁵ Entrevista a Gita Gopinath del FMI, 15 de octubre del 2023.

Infografía 1

TENSIONES GEOPOLÍTICAS

Estados Unidos - China

En el 2018, Estados Unidos y China iniciaron una guerra comercial en la cual Estados Unidos impuso altos aranceles sobre importaciones chinas, asegurando que el país asiático mantenía estrategias comerciales desleales. China por su parte respondió con sanciones comerciales similares sobre productos estadounidenses. El impacto inmediato fue un incremento sustancial del costo del comercio entre ambos países. Luego de una serie de negociaciones comerciales, a principios del 2020 se logró un acuerdo para reducir parcialmente los aranceles. La situación comercial entre ambos países empeoró nuevamente luego de la pandemia del COVID-19. Desde entonces no se han anunciado medidas específicas sobre la eliminación total de aranceles.

Rusia - Ucrania

Donbás es una región que se ubica al este de Ucrania, en la frontera con Rusia y desde el 2014 ha estado dividida en dos bandos: uno controlado por separatistas prorrusos (en la frontera) y el otro ha estado bajo el dominio ucraniano (al oeste). Ambos han librado durante años una guerra por el control total de la región. En años más recientes, las relaciones entre Rusia y Ucrania se han tensado cada vez más, debido al apoyo recibido de las milicias separatistas por parte de Moscú y al acercamiento de Kiev a la Unión Europea y a la OTAN. El 24 de febrero del 2022 el presidente de Rusia, Vladimir Putin, anunció una operación militar especial en la región de Donbás (al este de Ucrania), pues según el mandatario, recibió una petición de ayuda de los líderes separatistas. Sin embargo, luego de este anuncio, los bombardeos y ataques militares se dieron en varias ciudades y puntos estratégicos del país, que continúan hasta el día de hoy.

Niger y Francia

Niger, el país de África occidental, era visto como el último aliado de Occidente en el Sahel, la región semiárida que se ha convertido en el epicentro de la violencia yihadista. Francia y Estados Unidos desplegaron tropas en el país, que también alberga la base de drones más grande de EUA. Niger se encuentra entre los más mortíferos del mundo por ataques yihadistas. Tras un golpe militar ocurrido en julio del 2023, han surgido temores de que la salida de 1.500 soldados de Francia del país pudiera alentar aún más a los insurgentes. Muchos nigerinos creen que Francia ha tenido acceso privilegiado a la élite política y a los recursos naturales del país durante demasiado tiempo. Ven el golpe como una forma de recuperar la soberanía y deshacerse de la influencia francesa.

Hamás - Israel

El origen de los enfrentamientos bélicos entre Israel y Palestina radica principalmente en la ocupación de territorios de sus habitantes. El 7 de octubre del 2023, el grupo palestino Hamás lanzó un ataque sorpresa desde la Franja de Gaza hacia el sur de Israel y, en respuesta, el gobierno de Israel declaró la guerra con la autorización de acciones militares contra el grupo de militantes palestinos y sobre territorios en la Franja de Gaza. Hamás es una organización política y militar palestina que se formó en 1987, y su principal objetivo es la liberación de Palestina. Sus estrategias políticas y militares incluyen ataques contra civiles y fuerzas militares israelíes, por lo que algunos países lo consideran como un grupo terrorista. La extensión del conflicto más allá de las fronteras de Israel y Gaza es uno de los principales focos de preocupación actualmente.

Azerbaiyán - Armenia

Nagorno Karabaj es un territorio pequeño, pero de mucho interés por su proximidad a oleoductos y gasoductos estratégicos. Por años, ha sido objeto de disputa entre los países de Armenia y Azerbaiyán, que lo consideran como su hogar. La población del lugar ha sido mayoritariamente de Armenia. Ante la caída de la Unión Soviética, ambos países declararon su independencia, pero hubo enfrentamientos en Nagorno Karabaj que terminaron en guerra. La situación ha sido inestable desde hace muchos años, con episodios de enfrentamientos que interrumpen los periodos de relativa calma. En setiembre del 2023, Azerbaiyán lanzó una ofensiva militar para recuperar estas tierras, avivando el conflicto. Muchos residentes armenios huyeron de la región hacia Armenia en busca de refugio. El conflicto es una amenaza latente.

China y Taiwán

Las tensiones políticas entre China y Taiwán tienen su origen en la guerra civil china (1927-1949) entre nacionalistas y comunistas, liderados por Chiang Kai-Shek y Mao Zetung, respectivamente. El grupo nacionalista perdió la guerra por lo que tuvo que movilizarse a Taiwán, su líder Chiang impuso una dictadura y estableció la República de China. Por su parte, el Partido Comunista logró tomar el mando y fundó la República Popular de China en el continente. China siempre ha considerado a Taiwán como una provincia suya con la cual desea reunificarse. No descarta utilizar la fuerza militar para lograrlo. Desde la elección de la presidenta taiwanesa Tsai Ing-wen en el 2016, las tensiones han aumentado, ya que el movimiento que desea declarar oficialmente la independencia se ha fortalecido y el gasto en defensa se ha incrementado.

A lo interno, destaca, al igual que en el informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño.

Se continúa bajo los efectos atípicos del fenómeno El Niño (fase cálida del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS)) y se estima que en el trimestre de noviembre a enero del 2024 impacten con mayor intensidad a lo registrado en trimestres previos, incluso que se prolonguen hasta abril del 2024¹⁰⁶.

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 y del servicio de electricidad¹⁰⁷.

En cuanto a las expectativas de inflación, el riesgo comentado en informes previos de una lenta convergencia al objetivo inflacionario se disipó. La velocidad a la que convergieron al rango de tolerancia ha incidido para que la postura de política monetaria sea menos restrictiva. Esto último podría llevar a incrementos en los valores positivos de la brecha del producto y, eventualmente, la mayor presión inflacionaria que ello provoca haría que la inflación se ubique por encima del valor central proyectado.

Por último, no se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria, lo cual se transmitiría a las expectativas de inflación. Este efecto podría reforzarse ante precios de las materias primas superiores a los incorporados en este ejercicio.

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.

¹⁰⁶ [Boletín ENOS de setiembre del 2023](#), Elaborado por el Instituto Meteorológico Nacional y el Ministerio de Ambiente y Energía. Por otra parte, en junio pasado 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.

¹⁰⁷ En León Murillo, Jorge “Efectos Macroeconómicos de El Niño en Costa Rica” Departamento de Investigación Económica. BCCR. Documento de Investigación N.002 de enero 2017, se estimó que para el lapso 2018-2020 la influencia del ENOS podría haber agregado como máximo 115, 79 y 50 puntos base a la inflación estimada para ese periodo, según un escenario fuerte, promedio y débil, respectivamente.

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.