

INFORME DE  
**POLÍTICA  
MONETARIA**

ABRIL 2022





---

Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 8 de la sesión 6057-2022 del 27 de abril del 2022.

# Contenido

<b>Abreviaturas .....</b>	<b>vii</b>
<b>El régimen de política monetaria del BCCR .....</b>	<b>2</b>
<b>Presentación .....</b>	<b>3</b>
<b>Resumen .....</b>	<b>7</b>
<b>Capítulo 1. Coyuntura económica internacional y nacional .....</b>	<b>18</b>
1.1. Economía internacional .....	18
1.2. Actividad económica interna, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas .....	31
1.3. Condiciones financieras .....	53
1.4. Inflación .....	58
<b>Capítulo 2. Acciones de política del BCCR .....</b>	<b>68</b>
2.1. Tasa de Política Monetaria .....	68
2.2. Gestión de la liquidez .....	70
2.3. Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario .....	73
<b>Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política .....</b>	<b>78</b>
3.1. Proyecciones para la economía mundial .....	78
3.2. Proyecciones para la economía nacional .....	85
3.3. Balance de riesgos .....	102
3.4. Acciones futuras de política monetaria .....	104

## Índice de gráficos

Gráfico 1. Índice de riesgo geopolítico .....	20
Gráfico 2. PIB trimestral en algunas economías .....	21
Gráfico 3. Indicadores de evolución del COVID-19 y movilidad en economías seleccionadas.....	22
Gráfico 4. Indicadores de actividad económica en algunas economías.....	24
Gráfico 5. Indicadores del mercado laboral en algunas economías .....	25
Gráfico 6. Indicadores de precios de materias primas .....	26
Gráfico 7. Costa Rica: Términos de intercambio y precios de combustibles <sup>1</sup> .....	27
Gráfico 8. Índices de precios al consumidor de algunos países.....	28
Gráfico 9. Tasa de política monetaria en economías seleccionadas .....	29
Gráfico 10. Indicadores de mercados financieros internacionales .....	30
Gráfico 11. PIB por gasto y por actividad económica en el 2021 .....	31
Gráfico 12. Índice mensual de actividad económica (series de tendencia ciclo y desestacionalizada, a febrero del 2022).....	32
Gráfico 13. PIB en volumen trimestral. ....	33
Gráfico 14. Índices de confianza del consumidor y de expectativas empresariales <sup>1</sup> .....	35
Gráfico 15. PIB trimestral por el gasto y por actividades económicas .....	36
Gráfico 16. PIB trimestral y valor agregado de hoteles y restaurantes (series de tendencia ciclo).....	36
Gráfico 17. Indicadores del mercado laboral.....	37
Gráfico 18. Empleo según formalidad y sexo.....	38
Gráfico 19. Indicadores de la población fuera de la PEA.....	40
Gráfico 20. Pirámide poblacional por sexo entre 2011 y 2021 y nuevos pensionados del IVM entre 2013 y 2021 .....	41
Gráfico 21. Población inactiva según disponibilidad y motivos por los que la población no disponible no participa en el mercado laboral .....	42
Gráfico 22. Razones para estar fuera de la fuerza de trabajo según sexo.....	43
Gráfico 23. Porcentaje de trabajadores con duración del desempleo superior a los seis meses.....	43
Gráfico 24. Gobierno Central: resultados financiero, primario e intereses .....	50
Gráfico 25. Gobierno Central: ingresos y gastos totales.....	51
Gráfico 26. Gobierno Central: razón de deuda .....	51
Gráfico 27. Medio circulante amplio, liquidez total y riqueza financiera total: variación interanual .....	53

<b>Gráfico 28. Relación entre agregados amplios y el PIB.....</b>	<b>54</b>
<b>Gráfico 29. Medio circulante amplio, Liquidez (LT) y riqueza financiera total: participación del componente en moneda extranjera.....</b>	<b>55</b>
<b>Gráfico 30. Premio por ahorrar en moneda nacional por plazo<sup>1</sup> .....</b>	<b>55</b>
<b>Gráfico 31. Crédito al sector privado por moneda<sup>1</sup> .....</b>	<b>56</b>
<b>Gráfico 32. Tasa de política monetaria, Tasa básica pasiva, tasa de interés pasiva y tasas de interés activas por tipo de actividad .....</b>	<b>57</b>
<b>Gráfico 33. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas .....</b>	<b>58</b>
<b>Gráfico 34. Inflación general según bienes y servicios .....</b>	<b>60</b>
<b>Gráfico 35. Inflación de bienes, alimentos y combustibles .....</b>	<b>61</b>
<b>Gráfico 36. Inflación general y por componentes regulado y no regulado.....</b>	<b>62</b>
<b>Gráfico 37. Inflación general e inflación al productor de la manufactura .....</b>	<b>63</b>
<b>Gráfico 38. Posición neta de BCCR en el MIL y encaje excedente de los intermediarios financieros.....</b>	<b>72</b>
<b>Gráfico 39. Tasas de interés en el MIL a un día plazo .....</b>	<b>73</b>
<b>Gráfico 40. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex.....</b>	<b>74</b>
<b>Gráfico 41. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2022-2023.....</b>	<b>79</b>
<b>Gráfico 42. Revisiones de las proyecciones de crecimiento mundial para el 2022 y el 2023.....</b>	<b>80</b>
<b>Gráfico 43. Proyecciones de inflación para el 2022-2023 .....</b>	<b>81</b>
<b>Gráfico 44. Déficit de la cuenta corriente según componentes.....</b>	<b>90</b>
<b>Gráfico 45. Componentes seleccionados de la balanza de pagos.....</b>	<b>92</b>
<b>Gráfico 46. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses .....</b>	<b>93</b>
<b>Gráfico 47. Gobierno Central: fuentes y usos del financiamiento neto .....</b>	<b>94</b>
<b>Gráfico 48. Gobierno Central: razón de deuda .....</b>	<b>94</b>
<b>Gráfico 49. Proyección de inflación .....</b>	<b>96</b>

## Índice de cuadros

<b>Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica.....</b>	<b>49</b>
<b>Cuadro 2. Desembolsos de la facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo .....</b>	<b>71</b>
<b>Cuadro 3. Monto de la factura petrolera .....</b>	<b>75</b>
<b>Cuadro 4. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2022-2023.....</b>	<b>79</b>
<b>Cuadro 5. Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos: tendencia central de las proyecciones económicas, marzo de 2022<sup>1</sup> .....</b>	<b>82</b>
<b>Cuadro 6. Principales supuestos del entorno externo para el 2022-2023.....</b>	<b>84</b>
<b>Cuadro 7. Producto Interno Bruto y componentes del gasto.....</b>	<b>85</b>
<b>Cuadro 8. Producto Interno Bruto por actividad económica.....</b>	<b>88</b>
<b>Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas.....</b>	<b>102</b>

# 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>INEC</i>	<i>Instituto Nacional de Estadística y Censos</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>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 garantizar la estabilidad de los precios y la estabilidad financiera.

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. Al tenor de su artículo 2, el Banco Central orienta sus acciones de política monetaria al logro de una inflación baja y estable, como objetivo primario. En enero del 2018, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria<sup>1</sup>, aunque en la práctica lo había implementado desde antes.

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

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

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, puesto que las medidas de política monetaria toman tiempo para transmitirse a la economía y tener el efecto deseado sobre la inflación, esas medidas se basan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para señalar el estado de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM), que se revisa de conformidad con un calendario aprobado por su Junta Directiva a inicios de cada año. Así, la TPM y la política monetaria en general se ajustarán de forma tal que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses adelante se oriente a la meta de 3% ( $\pm 1$  punto porcentual).

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 (IPM), 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.

---

<sup>1</sup> Un mayor detalle del marco de política monetaria del Banco Central de Costa Rica se presenta en el capítulo 2 del Informe de Política Monetaria de abril del 2020.

# PRESENTACIÓN

Me complace presentar, en nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR), el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a abril del 2022.

En lo que transcurre del 2022, la coyuntura económica local y la política monetaria por parte del Banco Central han estado enmarcadas en un entorno internacional muy adverso. Ese entorno se ha caracterizado por una incertidumbre creciente, exacerbada por nuevos brotes del coronavirus y por la invasión de Rusia a Ucrania, que acrecentó la presión alcista sobre los precios de las materias primas y con ello sobre la inflación mundial. Se trata de una crisis (la de la guerra en Ucrania) que se acumula sobre la crisis por la pandemia e intensifica algunos de sus efectos.

Ya desde el 2021 la inflación mundial enfrentó presiones al alza. Esas presiones se originaron en factores de oferta y de demanda. La recuperación de la actividad económica y un desplazamiento del consumo desde servicios hacia bienes, ocasionado por las restricciones sanitarias, propició un aumento en la demanda mundial de mercancías, de insumos para su producción y de servicios de flete marítimo. Esos factores se aunaron a choques de oferta por razones geopolíticas (que afectaron a los mercados de hidrocarburos) y climáticas (que afectaron la producción agrícola) y a cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, como consecuencia de las medidas de contención sanitaria. En conjunto, esas fuerzas llevaron a un marcado aumento de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y de los costos del transporte marítimo. Así, la inflación internacional se aceleró rápidamente en el 2021.

A partir de febrero, con la invasión de Rusia a Ucrania, se exacerbaron las presiones al alza en los precios internacionales de las materias primas, pues ambos países son exportadores importantes de combustibles, granos básicos y metales.

En este contexto, los organismos internacionales y los mercados prevén una mayor inflación mundial, una normalización más rápida de lo previsto en enero pasado de la política monetaria por parte de los bancos centrales en las principales economías avanzadas del mundo, y una desaceleración del crecimiento económico mundial.

Así, en sus Perspectivas Económicas Mundiales de abril, el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja en ocho décimas su estimación de crecimiento económico para el mundo en el 2022 y en dos décimas para el 2023, para llevarlo a 3,6% en ambos años. Además, revisó significativamente al alza las proyecciones de inflación mundial, especialmente para las economías emergentes. La inflación promedio este año sería de 5,7% en países avanzados y de 8,7% en mercados emergentes y economías en desarrollo (MEED), con una revisión al alza de 3,4 y 3,8 puntos porcentuales en relación con la proyección de octubre pasado, respectivamente. Es decir, en seis meses las proyecciones de inflación del FMI para este año más que se duplicaron para las economías avanzadas y casi se duplicaron para las emergentes. La mayor parte de esta revisión ocurrió después de enero, por la invasión de Rusia a Ucrania en febrero.

Los efectos económicos globales de esta combinación de factores, y en particular los derivados de la invasión a Ucrania, representan un choque estanflacionario para nuestro país. Esto es: un choque que presiona al alza la inflación y a la baja el crecimiento. Los aumentos en los precios de las materias primas y otras mercancías importadas y en los costos de los fletes marítimos no solo mueven al alza los precios locales, sino que también

deterioran nuestros términos de intercambio y restan poder adquisitivo a los hogares y las empresas, con lo que se pone un freno al consumo y la inversión.

A pesar de estas fuerzas adversas, la actividad económica en nuestro país continuó en recuperación, el desempleo ha ido cediendo, las exportaciones han tenido un fuerte dinamismo, y las cifras fiscales reflejan una notable mejora.

La evolución de la actividad económica local en el 2021 y en lo transcurrido del 2022 estuvo marcada por la recuperación de la economía mundial, pero también por el aumento gradual de la movilidad y la reapertura de las actividades económicas, conforme se flexibilizaron las medidas de restricción sanitaria. Ello, y la recuperación de la confianza de consumidores y empresarios, contribuyó a impulsar la demanda interna, principalmente el consumo y la inversión privada. En línea con el comportamiento de la producción, el mercado laboral continuó en recuperación y la tasa de desempleo se ubicó en 13,3% en el trimestre móvil a febrero último, más de 11 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del punto máximo alcanzado en julio del 2020, aunque todavía poco más de 1 p.p. por encima de lo observado antes de la pandemia.

Además, la recuperación económica fue apoyada por las medidas adoptadas en el bienio previo por el Banco Central y los supervisores del sistema financiero nacional. Estas medidas incluyeron el tono expansivo de la política monetaria, apoyada en una posición holgada de liquidez agregada y la introducción de la facilidad especial y temporal de crédito, así como la flexibilización de la normativa financiera prudencial. En su conjunto, estas medidas propiciaron mejores condiciones crediticias y permitieron aliviar el impacto de la pandemia sobre el flujo de caja de los deudores y promover el crédito, el consumo y la inversión.

En la recuperación económica también influyó la fuerte atracción de inversión extranjera, pues el país supo utilizar sus fortalezas institucionales para sacar provecho del proceso de relocalización de muchas empresas multinacionales. Así, los flujos de inversión directa continúan como un motor para la demanda interna y el dinamismo de las exportaciones.

Los resultados fiscales en el 2021 fueron mucho mejores a los registrados en años anteriores y los proyectados por el Ministerio de Hacienda y el FMI. Y, en el transcurso del 2022, han seguido mejorando. Así, en el trimestre a marzo del 2022, el Gobierno Central mostró un superávit primario de 0,8% del PIB, el mejor balance primario en 14 años. Esto refleja un crecimiento sostenido de la recaudación, producto no solo de la recuperación cíclica de la economía sino también de los rendimientos de la reforma fiscal de diciembre del 2018. Las buenas cifras fiscales reflejan también el compromiso con la contención del gasto, en línea con la regla fiscal y con las metas trazadas en el convenio con el Fondo Monetario Internacional. Todo ello, a su vez, contribuyó a fortalecer la confianza de inversionistas, consumidores y empresarios sobre el rumbo macroeconómico del país, a reducir las tasas de interés e impulsar el crecimiento económico.

En ese contexto de recuperación y sólido desempeño macroeconómico, la política monetaria del Banco Central enfrentó dos retos principales. El primero de ellos fue la mayor presión inflacionaria, asociada principalmente a la mayor inflación mundial, agudizada por la guerra en Ucrania a partir de febrero del 2022.

Para una economía muy abierta al comercio internacional e importadora de materias primas como la nuestra, el marcado aumento en los precios de los bienes importados

inevitablemente llevó a un aumento en la inflación local, que inició en la segunda mitad del 2021 y que se manifestó con mayor fuerza en el 2022. Así, la inflación (medida por la tasa de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor) alcanzó un 5,8% el pasado mes de marzo. En este comportamiento también incidió la depreciación del colón.

Ante las presiones inflacionarias externas y el buen crecimiento económico de la economía costarricense, el BCCR inició a finales del 2021 un proceso de normalización gradual de la Tasa de Política Monetaria (TPM), con el fin de contener las expectativas inflacionarias y señalar el compromiso firme con una inflación baja y estable. Así, aumentó la TPM en 50 puntos base (p.b.) en diciembre del 2021 y de nuevo en 50 p.b. en enero del 2022 y, ante la intensificación de las presiones inflacionarias externas con la guerra en Ucrania, aplicó un aumento adicional de 75 p.b. en marzo y otro de 150 p.b. en abril, hasta ubicar la TPM en 4,0% anual. En complemento de sus decisiones de política monetaria, desde diciembre el Banco Central ha informado al público que proyecta mantener, este año, una senda de incrementos de la TPM.

El segundo desafío que enfrenta el Banco Central son las presiones cambiarias que se han mantenido desde inicios de la pandemia. Estas reflejan, en parte, las condiciones externas prevalecientes: el aumento en los precios de las materias primas y, en general, de los bienes importados en mercados internacionales, y el incremento en los costos del transporte de mercancías. Además, reflejan que los ingresos de divisas por turismo aún no recuperan los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, las presiones cambiarias también obedecen a la mayor demanda de divisas por parte del sector público no bancario (SPNB) para enfrentar vencimientos de deuda, y de las operadoras de fondos de pensiones, que buscan diversificar sus carteras de inversión. Este proceso de diversificación inició hace varios años, pero se intensificó a partir de la segunda mitad del año 2020.

En este contexto, el BCCR participó en el mercado cambiario para gestionar los requerimientos de divisas del SPNB y acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio, aunque sin cambiar su tendencia. Sin embargo, frente a la mucho mayor demanda, el Banco Central no pudo restituir en el mercado todas las divisas vendidas al SPNB, lo que llevó a una reducción de sus reservas internacionales netas (RIN). Para suavizar el impacto sobre el tipo de cambio, el Banco Central ha cubierto temporalmente con reservas los requerimientos de dólares del Gobierno Central que se esperaba fueran cubiertos con créditos multilaterales. La expectativa del BCCR es que estos desembolsos externos ocurran en los próximos meses y con ellos se restablezca la posición de RIN. En ese sentido, las RIN han cumplido su función esencial de amortiguar el impacto sobre el tipo de cambio de choques inesperados o transitorios en el balance externo de un país.

De no haberse utilizado las reservas para tender ese puente temporal, se hubieran dado movimientos fuertes en el tipo de cambio, primero hacia el alza y luego hacia la baja. Dado el alto nivel de dolarización financiera de nuestro país, esas fluctuaciones hubieran puesto en riesgo la estabilidad del sistema financiero y perjudicado, así, la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y el bienestar de la población.

Viendo hacia adelante, el entorno externo más adverso, con una alta incertidumbre, un menor crecimiento mundial y un significativo deterioro en nuestros términos de intercambio adicional al experimentado ya en el 2021, generarán una desaceleración en el crecimiento económico local, particularmente en el 2022. El Banco Central proyecta una variación del Producto Interno Bruto de 3,4% para el 2022 y de 3,9% en el 2023, frente a 3,9% y 4,0% contemplados en el IPM de enero pasado, respectivamente.

Claro está que estas y otras proyecciones que encontrarán en este informe están sujetas a riesgos derivados de factores externos e internos. Los principales riesgos externos se relacionan con los efectos económicos del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la evolución mundial de la pandemia, las presiones inflacionarias y las decisiones de política que tomen las principales economías. Por su parte, se identifica como principal riesgo interno el de la inflación. En particular, en un contexto de fuertes presiones inflacionarias externas, un desafío fundamental para el Banco Central será el de contener las expectativas de inflación locales, y así reducir posibles efectos de segunda ronda.

En este entorno, el Banco Central continuará vigilante sobre la evolución de la inflación proyectada y seguirá aplicando los ajustes necesarios en su TPM para contener las expectativas inflacionarias e inducir a la inflación hacia la meta en el mediano plazo. El Banco Central gestionará la liquidez agregada en forma coherente con la postura de la política monetaria. Otro desafío que se mantendrá para el Banco Central será el de mitigar las fluctuaciones excesivas sobre el tipo de cambio sin alterar la tendencia que el mercado le imprima, ante las fuertes presiones externas y por la salida de recursos de las operadoras de pensiones.

A pesar de los retos externos, y luego del profundo impacto de la pandemia, la economía nacional mantiene un buen desempeño. Estos resultados son muestra de la resiliencia de los hogares y del sector productivo ante los efectos de la pandemia, y de las medidas que se tomaron, antes y durante esta crisis sanitaria, para propiciar un mejor entorno macroeconómico. Hacia adelante, debemos mantener ese compromiso con la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica, y profundizar las reformas estructurales necesarias para promover un mayor crecimiento potencial, más equitativo y sostenible.



Rodrigo Cubero Brealey

# RESUMEN

## I. Coyuntura económica internacional y nacional

A partir del 2020, la economía mundial enfrenta los graves efectos de la crisis por la pandemia del COVID-19. Y, cuando todavía estaba sujeto a las consecuencias de ese choque (por ejemplo, presiones inflacionarias y disrupciones en las cadenas globales de suministros), desde el 24 de febrero del 2022 el mundo enfrenta un nuevo choque generado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. La magnitud y duración de este choque son aún inciertas. No obstante, sus implicaciones directas y las derivadas de las sanciones económicas impuestas a Rusia ya se manifiestan, por diversos canales, en el crecimiento económico y en la inflación globales.

La economía mundial se recuperó fuertemente en el 2021, impulsada por el paulatino levantamiento de las medidas de restricción sanitaria, el ajuste de los agentes económicos a las nuevas condiciones, el avance en la vacunación contra el COVID-19 y los estímulos monetarios y fiscales. Sin embargo, ya a inicios del 2022 había señales de moderación en algunas economías, como consecuencia de los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro y por razones aritméticas (efecto base). Esos factores de moderación fueron acentuados por la guerra en Ucrania, tal como lo manifiestan algunos indicadores de corto plazo.

Además, persisten confinamientos focalizados en algunas regiones como en Shanghái, la ciudad más poblada de China, por el rebrote de casos de coronavirus, lo cual generará interrupciones adicionales en el comercio internacional.

Si bien los indicadores del mercado laboral han mejorado, en muchos países muestran una recuperación más lenta que la producción. Además, en otras economías, principalmente avanzadas, se observan tasas de participación menores que, en conjunto con una renovada demanda de trabajadores para ciertas industrias, ha llevado a una mayor presión sobre los salarios.

La recuperación económica global y, en particular, el dinamismo de la demanda mundial se ha reflejado en un incremento en el precio de las materias primas, luego de la abrupta caída que experimentaron en el primer cuatrimestre del 2020. Ese efecto fue reforzado por el fuerte aumento en los costos de los fletes marítimos, como consecuencia del estímulo a la demanda global y los cuellos de botella en las cadenas de suministro y, más recientemente, por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

Como resultado de esas fuerzas globales, la inflación aumentó significativamente en muchos países, con mayor fuerza desde mediados del 2021. Este comportamiento se observó tanto en economías avanzadas como emergentes.

El aumento de las presiones inflacionarias globales ha propiciado un endurecimiento de la política monetaria por parte de muchos bancos centrales, que enfrentan el dilema de hasta dónde pueden aumentar la tasa de interés de política sin comprometer la recuperación económica.

Luego de un periodo de estabilidad, los mercados financieros experimentaron una mayor volatilidad generada por la guerra en Ucrania y las sanciones económicas tomadas por las principales economías contra Rusia.

A pesar de este entorno externo desfavorable, en Costa Rica la recuperación económica continuó en el 2022<sup>2</sup>. Durante el primer trimestre, el PIB mostró una tasa de variación del 6,9% en términos interanuales, según su serie de tendencia ciclo, con lo que el nivel de producción es ya superior en 5,3 p.p. al registrado previo al inicio de la pandemia (IV-2019).

Según componentes del gasto, destaca el dinamismo del consumo de los hogares, el cual es coherente con la recuperación de la actividad económica, del crédito al sector privado y de la confianza del consumidor, así como de la reducción en el desempleo y la mejora en el ingreso disponible. Todo ello a pesar de las repercusiones negativas para el crecimiento derivadas del severo deterioro en los términos de intercambio, por el aumento en los precios de los bienes importados.

Similarmente, la formación de capital registra un alto dinamismo, en línea con la mejora en las expectativas empresariales (UCCAEP, BCCR y UCR). En particular, destaca el repunte en la inversión en obras de tipo residencial, así como en las compras de maquinaria y equipo, tanto con destino privado como público, en el primer caso vinculada a la actividad manufacturera y, en el segundo, a equipo tecnológico para ampliación de la conectividad en centros educativos, principalmente.

El consumo de Gobierno, por su parte, mostró un bajo ritmo de crecimiento, el cual combinó el crecimiento en los gastos de salud pública para la atención de la pandemia por COVID-19, con la disminución de los gastos en Administración y Enseñanza públicas.

En cuanto a la demanda externa, destaca el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, impulsado por las ventas de bienes manufacturados del régimen especial y definitivo, así como la mayor afluencia de turistas al país y el aumento en los servicios de viajes. El volumen de las importaciones también ha seguido creciendo, consecuente con el buen desempeño de la actividad económica, y el crecimiento ha sido impulsado por el aumento en las compras de insumos (especialmente hidrocarburos), bienes de capital, vehículos y productos alimentarios, así como del turismo emisor.

Por industrias, en el primer trimestre del año el crecimiento fue generalizado, pero en especial destacan los hoteles y restaurantes. Esta actividad, que fue una de las más golpeadas por la pandemia y las restricciones de movilidad, ha mostrado una importante recuperación. No obstante, aún se encuentra por debajo del nivel de actividad prepandemia.

---

<sup>2</sup> Con la mejor información disponible, en este informe se revisó al alza la estimación del crecimiento del PIB en 2021, de 7,6% a 7,8%. Esto responde a un crecimiento de los componentes de la demanda interna superior al estimado en enero, en donde destaca, principalmente, el mayor dinamismo del consumo de los hogares y de la formación bruta de capital de fijo, principalmente de la inversión con destino privado. Este incremento fue parcialmente compensado por un crecimiento en las exportaciones más moderado de lo estimado en enero.

De manera similar, los servicios de transporte y almacenamiento reflejan los efectos favorables de la mayor demanda de servicios de transporte de mercancías, en línea con la recuperación de la actividad económica, y la recuperación del turismo nacional e internacional.

En la industria manufacturera se observó una moderación en su ritmo de crecimiento, explicada tanto por la producción de empresas del régimen especial de comercio (insumos médicos, en particular), como del régimen definitivo.

En este contexto de recuperación económica, el mercado laboral muestra también mejoras, aunque más lentas. A febrero del 2022 la tasa de desempleo se ubicó en 13,3%; esto es 5,2 p.p. menor al nivel registrado un año atrás, pero poco más de un punto porcentual por encima del nivel previo a la pandemia (febrero 2020). Si bien el desempleo se mantiene a la baja, tanto la participación como la ocupación se estancaron en valores inferiores a los registrados antes de la pandemia. Así, en algunos meses, el desempleo disminuyó por la salida de trabajadores y no por la mayor creación de empleos.

Esta menor participación en el mercado laboral se ha observado tanto en economías emergentes como avanzadas. Como posibles razones de este comportamiento destaca el envejecimiento poblacional aunado al retiro anticipado de trabajadores próximos a la edad de retiro y el cuidado de familiares, mayoritariamente por parte de mujeres.

Con respecto a la balanza de pagos, el primer trimestre de 2022 mostró un déficit de cuenta corriente equivalente a 1,6% del PIB, mayor en 1,2 p.p. del PIB al observado un año atrás. Ese aumento es explicado, en buena medida, por una mayor brecha comercial y compensado parcialmente por el superávit en la balanza de servicios.

El mayor déficit de la cuenta de bienes responde tanto a la dinámica de la actividad económica como al deterioro en los términos de intercambio, principalmente por el aumento en los precios de las materias primas y otros bienes importados. Por ejemplo, las compras de hidrocarburos mostraron un incremento interanual de 96,1%, producto del mayor precio promedio (66,4%) y del mayor volumen importado (17,9%). En general, las importaciones de bienes crecieron un 42,6% interanual en el primer trimestre del 2022. En el mismo periodo, las exportaciones de bienes aumentaron 17,3%, impulso que provino de los productos manufacturados tanto del régimen especial como del definitivo.

Las exportaciones de servicios, por su parte, registraron una variación interanual del 34,6% con respecto al mismo periodo del 2021, asociado con la recuperación del turismo y con el dinamismo de las actividades de apoyo empresarial, telecomunicaciones, informática e información.

En la cuenta financiera destacó un mayor financiamiento externo (1,9% del PIB contra 0,3% un año atrás), producto del ingreso de recursos al sector privado, particularmente por inversión directa (en torno a 1,2% del PIB), destinada principalmente a la industria manufacturera. En el caso del sector público, el financiamiento alcanzó el 0,3% del PIB, en buena medida bajo la figura de créditos de apoyo presupuestario. En términos globales se acumularon activos de reserva por *USD* 222 millones, con lo que su saldo al finalizar el trimestre fue equivalente a 10,7% del PIB.

En el plano de las finanzas públicas, el incremento en la recaudación, consecuente con la recuperación de la actividad económica y los rendimientos de la Ley 9635 de diciembre del 2018, así como la política de contención del gasto permitieron que el Gobierno Central

acumulara un superávit primario equivalente a 0,8% del PIB a marzo del 2022 y un déficit financiero de 0,8% del PIB (0,6% y -1,0% un año antes, respectivamente). Se trata de los mejores balances primario y financiero del Gobierno, como porcentaje del PIB, en 14 años y en 13 años, respectivamente.

Los buenos resultados fiscales en el 2021 y en lo que transcurre del 2022, que exceden ampliamente las metas indicativas en el convenio con el FMI, han permitido una mejora significativa en la confianza de los mercados, que se ha reflejado en una reducción sistemática en las brechas entre los rendimientos de los bonos soberanos de Costa Rica y los del resto de América Latina, así como en una mejora de la perspectiva para la calificación de la deuda costarricense por parte de las principales agencias calificadoras. Además, el sólido desempeño macroeconómico y fiscal del país, en conjunto con la aprobación de la Ley Marco de Empleo Público, llevaron al FMI a aprobar en marzo de este año la primera y la segunda revisión del programa, y a desembolsar el segundo tracto del crédito, lo cual ha cimentado aún más la confianza de los mercados.

En este lapso, el financiamiento del Gobierno Central provino, principalmente, de la colocación neta de bonos de deuda interna en el sector privado, créditos externos y el uso parcial de sus depósitos en el BCCR. Esto llevó a un incremento de la razón de deuda de 0,4 p.p. del PIB con respecto al término del 2021. La colocación de la deuda en el mercado local se realizó a tasas de interés ligeramente mayores a las negociadas en diciembre del año anterior, influidas fundamentalmente por los incrementos en la TPM.

En relación con las condiciones financieras y crediticias que privaron durante el primer trimestre del año, destacan la desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios, ya prevista, así como el impulso del crédito al sector privado, particularmente en moneda nacional, con una tasa interanual que se ubicó en 5,6% en marzo y que da continuidad al proceso de desdolarización del crédito. Además, las aún bajas tasas de interés, las crecientes expectativas de variación cambiaria y una gestión de la deuda del Ministerio de Hacienda concentrada en títulos en moneda nacional aumentaron la dolarización de la liquidez del sistema financiero, pero no así de la riqueza financiera.

Como en la mayoría de los países en el mundo, en Costa Rica la inflación general y los indicadores de inflación subyacente han continuado en aumento, ante las fuertes presiones externas. En marzo, la variación interanual del IPC alcanzó 5,8% y el promedio de los indicadores de inflación subyacente fue de 4,1%. Ambas tasas se ubican por encima del límite superior del rango de tolerancia establecido por el BCCR en torno a su meta de largo plazo, situación que no se observaba desde enero del 2015. Sin embargo, la tasa de inflación en Costa Rica se mantiene moderada en comparación con la región latinoamericana y las principales economías avanzadas.

El comportamiento al alza en la inflación se explica principalmente por el impacto de la inflación importada, que combina el efecto de mayores precios de materias primas con el aumento en los costos de transporte marítimo y el aumento en el tipo de cambio. Estas presiones inflacionarias se acentuaron recientemente por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.

A nivel interno, algunas fuerzas desinflacionarias han tendido a moderarse. Por ejemplo, la recuperación de la economía ha ido cerrando la brecha del producto, lo que reduce la presión a la baja sobre los precios y los salarios. Además, en línea con las mayores presiones inflacionarias, las expectativas de inflación medidas por la encuesta dirigida a

analistas financieros, consultores en economía y empresarios<sup>3</sup> sugiere valores con un comportamiento creciente desde febrero de este año. En particular, en marzo la mediana de este indicador a 12 meses se ubicó en 5,0%.

## II. Acciones de política del BCCR

Desde mediados del 2020 y durante la mayor parte del 2021, el BCCR mantuvo la TPM en un valor de 0,75%, su mínimo histórico. Sin embargo, ante las persistentes presiones inflacionarias externas, a partir de diciembre del 2021 el BCCR empezó a moderar el tono expansivo de su política monetaria, con un aumento en la TPM de 50 puntos base (p.b.), seguido de tres aumentos consecutivos de 50 p.b., 75 p.b. y 150 p.b. en sus reuniones de política monetaria de enero, marzo y abril del 2022, para ubicarla en 4,0% anual.

El ajuste en la TPM respondió a la dinámica reciente de la inflación general y subyacente, a los resultados de los modelos de pronóstico del BCCR, que ubicaban la inflación por encima del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación en un periodo prolongado, y a la presencia de riesgos con un sesgo al alza sobre la trayectoria de los precios en el corto plazo.

En línea con la dirección más restrictiva de la política monetaria, el BCCR acordó, y así lo anunció, que en el primer semestre del año en curso iba a retirar liquidez agregada y para ello aumentaría las colocaciones netas de BEM. Al pasado 27 de abril, la liquidez sistémica disponible, medida con el saldo promedio de los depósitos (netos) recibidos por el BCCR en el MIL, ascendió a ¢613.358 millones, lo cual representa un incremento de ¢51.632 millones con respecto al promedio del año previo. No obstante, en los próximos meses es de esperar que la liquidez disminuya conforme aumenten las colocaciones de BEM.

Por otra parte, aunque en el primer cuatrimestre del 2022 el mercado privado de cambios fue más superavitario que en igual lapso del año pasado, el mercado cambiario ha mostrado mayores presiones hacia la depreciación del colón, y una mayor volatilidad. Así, al 27 de abril el tipo de cambio promedio ponderado del Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) fue de ¢667,14, superior en 7,7% al registrado en igual fecha del año previo y en 3,9% al de finales del 2021. Asimismo, en ese lapso el coeficiente de variación se ubicó en 1,41%, mayor que el correspondiente al primer y último cuatrimestre del 2021 (0,33% y 1,02%, respectivamente).

Esas presiones surgen de los mayores requerimientos de divisas del SPNB y de las operadoras de pensiones. Particularmente, en el caso del SPNB, la mayor demanda de divisas se relaciona con el aumento en la factura petrolera, debido al alza registrada en el precio internacional del petróleo, y con los pagos de la deuda externa efectuados por el Ministerio de Hacienda.

La política cambiaria ha sido coherente con el régimen de flotación administrada vigente en el país. En lo transcurrido del 2022, el BCCR ha participado en el mercado cambiario

---

<sup>3</sup> En diciembre del 2021 el BCCR retomó la encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio. Ver comunicado de prensa: [Banco Central reanuda Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio](#).

principalmente para atender los requerimientos del SPNB y, en menor grado, por fines de estabilización. Conforme a la política del BCCR, esos requerimientos se atienden con sus RIN y se restituyen posteriormente mediante compras en el Monex, según las condiciones que priven en el mercado privado de cambios.

Como parte de la política cambiaria, recientemente el BCCR aprobó una modificación al Reglamento de Operaciones Cambiarias de Contado en aras de mejorar su funcionamiento. En particular, amplió el plazo de programación de los requerimientos de las entidades del SPNB y dispuso que la oferta y demanda de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros se canalice en el Monex cuando su saldo administrado sea superior al parámetro determinado por el BCCR.

### **III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria**

Como consecuencia del impacto económico de la guerra en Ucrania, de las persistentes disrupciones en las cadenas globales de suministro y de la incertidumbre por la pandemia, los organismos internacionales revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento mundial para el 2022 y el 2023. En particular, el FMI prevé un crecimiento para la economía mundial de 3,6% en el 2022 (comparado con 4,4% en enero pasado), luego del crecimiento de 6,1% registrado en el 2021. Para el 2023 también ajustó la tasa a 3,6% (3,8% previsto en enero).

Por otra parte, el FMI revisó al alza el pronóstico de inflación para las economías avanzadas hasta 5,7% y 2,5% para el 2022 y 2023, respectivamente (desde 3,9% y 2,1% previsto en enero) y también para las emergentes y en desarrollo, hasta 8,7% y 6,5% en igual orden (desde 5,9% y 4,7% estimado en enero). De igual forma, tanto el Banco Central Europeo como el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentaron sus proyecciones de inflación para este bienio en sus respectivas economías, en un contexto de aumentos de la inflación en las economías avanzadas a tasas no observadas en varias décadas.

En general, el panorama para la economía mundial implica un entorno externo más adverso para la economía costarricense. Así, las nuevas perspectivas de crecimiento mundial se reflejan en un menor crecimiento de los socios comerciales del país y, consecuentemente, en una menor demanda por nuestras exportaciones. Además, el aumento en el precio de las materias primas y un entorno de mayor inflación inciden negativamente en la economía costarricense, pues implican un deterioro en los términos de intercambio del país (lo que reduce el poder adquisitivo de hogares y empresas) y una presión al alza en la inflación local. Finalmente, esa alta inflación mundial propiciará el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías y llevará a tasas de interés más altas y condiciones financieras internacionales menos favorables para nuestro país.

Los principales supuestos de la economía internacional se resumen en el siguiente cuadro.

## Entorno externo: estimaciones para el 2021 y principales supuestos para el 2022-2023

Variación interanual en porcentajes

	IPM abril 2022			IPM enero 2022	
	2021 <i>est</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>
Crecimiento Estados Unidos	5,7	3,7	2,3	4,0	2,6
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	3,7	2,5	4,0	2,8
Inflación socios comerciales, promedio	1,0	5,6	2,8	3,8	2,3
Precio del petróleo (USD)	76,4	110,7	102,4	89,6	83,7
Variación %	56,6	44,9	-7,5	17,3	-6,6
Términos de intercambio, variación %	-5,6	-4,4	0,8	-2,9	0,0
SOFR 6 meses (a diciembre)	0,0	2,6	2,6	1,2	1,5

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

En este contexto, es de esperar que la actividad económica local se desacelere, influenciada por el deterioro en los términos de intercambio, una demanda externa menos dinámica y una mayor incertidumbre en torno a la evolución del conflicto bélico en Ucrania. En el siguiente cuadro se muestran las principales proyecciones del entorno interno.

## Entorno interno: estimaciones para el 2021 y principales proyecciones para el 2022-2023<sup>1</sup>

Variación interanual en porcentajes

	IPM abril 2022			IPM enero 2022	
	2021 <i>est</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>
PIB, crecimiento real	7,8	3,4	3,9	3,9	4,0
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-3,3	-4,6	-3,5	-3,4	-2,7
Saldo activos de reserva (% del PIB)	10,7	11,7	10,8	13,3	11,8
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero	-5,0	-4,4	-3,6	-3,6	-2,7
Resultado primario	-0,3	0,8	1,3	1,6	2,1
Variación interanual del IPC	3,3	5,9	4,5	3,6	3,3

1/ Las proyecciones fiscales del Ministerio de Hacienda en el IPM de enero del 2022 se basaron en un escenario activo mientras que las de este informe se basan en un escenario pasivo. La variación interanual del IPC para el 2022-2023 corresponde al promedio anual de cada año.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En vista de ese contexto internacional más adverso para la economía costarricense, en el presente Informe de Política Monetaria se revisa a la baja el crecimiento de la producción para el 2022, de 3,9% a 3,4% y de 4,0% a 3,9% para el 2023.

En el 2022, el efecto del choque externo se traduciría en un menor ingreso disponible, lo que a su vez desaceleraría el crecimiento del consumo de los hogares. Además, la mayor incertidumbre y eventuales incrementos en el costo de financiamiento tendrían repercusiones negativas sobre la formación de capital, especialmente con destino privado. No obstante, la inversión mantendría un dinamismo saludable impulsado por la mayor inversión en maquinaria y equipo por parte de las industrias, así como de nuevas construcciones tanto residenciales como comerciales e industriales.

En cuanto a la inversión pública se prevé una contracción en el 2022, en respuesta principalmente a la menor asignación presupuestaria a proyectos de infraestructura, así como a los efectos de la cancelación de algunos contratos por presuntos actos de corrupción.

En cuanto a la demanda externa, se estima una moderación del crecimiento de las exportaciones respecto a lo indicado en enero, coherente con el menor crecimiento de los socios comerciales y la dinámica de los precios internacionales. En el caso de las importaciones, se espera también una ralentización en su crecimiento, motivada por los mayores precios de materias primas y la desaceleración del ingreso disponible.

Para el 2023, el crecimiento sería impulsado por la mejora proyectada en los términos de intercambio, que daría un alivio al consumo y la inversión. Además, para ese año se espera un crecimiento de la inversión pública producto de la recuperación de las nuevas construcciones de infraestructura vial, generación eléctrica e infraestructura de almacenamiento de combustibles.

Por actividades económicas, las proyecciones contemplan, después de la fuerte recuperación en el 2021, una normalización en el ritmo de crecimiento de casi todas las industrias y una revisión a la baja en relación con lo proyectado en enero, en particular en la construcción, por la contracción en la inversión pública. La actividad de hoteles y restaurantes también se revisa a la baja, ante el menor ingreso de turistas observado en los primeros meses del 2022 en relación con lo previsto en enero pasado; se estima que ello sería consecuencia de las medidas de restricción aplicadas por algunos socios comerciales ante nuevas variantes del coronavirus, la incertidumbre por el conflicto bélico Rusia-Ucrania y la mayor inflación global.

En la balanza de pagos, se espera un mayor déficit de cuenta corriente en este bienio, determinado por una balanza comercial más deficitaria (influida a su vez por el incremento en los precios de las materias primas), así como por una cuenta de ingreso primario más negativa, debido a mayores rentas por inversión directa y al pago de intereses sobre la deuda pública. Para 2022 y 2023 el déficit de la cuenta corriente ascendería a 4,6% y 3,5% del PIB, respectivamente (3,3% del PIB en 2021).

Por otra parte, los flujos de ahorro externo hacia el sector público aumentarían, principalmente en el 2022. En cuanto a la inversión directa, alcanzaría el equivalente a 4,9% del PIB este año, aunque inferior al valor registrado en el 2021. En el presente año estos flujos compensarían las salidas de recursos del sector privado (incluidas las operadoras de pensiones) y permitirían financiar el déficit de cuenta corriente y acumular activos de reserva, cuyo saldo se ubicaría en 11,7% del PIB. Con los menores flujos netos de recursos programados para el 2023, los activos de reserva se moderarían ese año, para finalizar en torno al 10,8% del PIB.

En el plano fiscal, según el escenario base preparado por el Ministerio de Hacienda, para el bienio 2022-2023 continuaría la mejora en el resultado fiscal, producto de los esfuerzos de contención de gasto y el incremento en la recaudación tributaria. Este escenario contempla la aplicación de la regla fiscal, pero a diferencia de las proyecciones de enero pasado, no incluye los ingresos tributarios adicionales derivados de proyectos de ley considerados en el actual convenio con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Es decir, se trata de un escenario pasivo (sin medidas adicionales, salvo las necesarias para cumplir con la regla). En ese escenario pasivo, la mejora en el balance fiscal sería aún notable, pero menos marcada que en el escenario base de enero pasado (que era un

escenario activo). Así, el Gobierno Central alcanzaría déficits financieros de 4,4% y 3,6% del PIB y superávits primarios de 0,8% y 1,3% del PIB en 2022 y 2023, respectivamente (comparados con superávits primarios de 1,6% y 2,1% del PIB previstos en el escenario activo de enero). En todo caso, aún con el menos ambicioso escenario base actual, la trayectoria de la razón de deuda a PIB presentaría ya a partir del 2022 una trayectoria decreciente.

En cuanto a las condiciones financieras, se prevé un aumento de la riqueza financiera en el 2022 y 2023, en línea con el comportamiento esperado del ingreso disponible y el ahorro externo, pero acotado por la política monetaria más restrictiva. En estas condiciones la disponibilidad de fondos prestables permitiría que el crédito al sector privado continúe la tendencia al alza observada desde el año anterior, y presentaría tasas de crecimiento en torno al 4,5% anual (incluye crédito en colones y en moneda extranjera).

Como consecuencia de las fuertes presiones inflacionarias externas, con precios internacionales que se mantendrían altos, la inflación se ubicaría en valores superiores al rango de tolerancia alrededor de la meta ( $3\% \pm 1$  p.p.) en la mayor parte del bienio 2022-2023; los riesgos sobre estas trayectorias, en general, se muestran balanceados.

Específicamente, la inflación general se proyecta alcanzaría como promedio anual un 5,9% en el 2022 y 4,5% en el 2023, ingresando al rango de tolerancia en el segundo semestre de ese año. Las presiones externas serían contenidas por la respuesta de política monetaria y por la brecha del producto, que se tornaría más negativa este año como consecuencia del impacto adverso de la guerra de Rusia en Ucrania sobre el crecimiento económico. En particular, estas proyecciones incorporan la respuesta de política monetaria del Banco Central con el objetivo de lograr que en el mediano plazo la inflación retorne a valores coherentes con la meta definida por la Junta Directiva del BCCR para la inflación.

Las proyecciones macroeconómicas están sujetas a riesgos externos e internos. Los externos continúan centrados en una incertidumbre creciente, no solo exacerbada por nuevos brotes del coronavirus, sino también por la invasión de Rusia a Ucrania. La magnitud y duración de los efectos de estos factores afectarían el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales del país, el precio de las materias primas y las posibles respuestas de política monetaria de las principales economías avanzadas y, consecuentemente, las condiciones financieras internacionales.

En el ámbito interno, un riesgo relevante es el que las presiones inflacionarias externas puedan desanclar las expectativas de inflación. También destaca el riesgo de que aumente aún más de lo previsto la demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones y con ello se intensifiquen las presiones sobre el tipo de cambio.

En este contexto, y precisamente para enfrentar los riesgos sobre la inflación, el BCCR continuará ajustando al alza la postura de política monetaria, y realizará los ajustes necesarios con el fin de contener las expectativas e inducir la inflación hacia la meta en el mediano plazo. En ese sentido, se prevé una senda al alza en la TPM en el 2022, hacia una postura de neutralidad. En todo caso, el BCCR continuará vigilante del comportamiento de la actividad económica y de la trayectoria esperada de la inflación y sus determinantes, con el fin de calibrar los ajustes en la TPM que resulten necesarios.

Además, continuará con una gestión de la liquidez coherente con la postura de política monetaria, y mantendrá una comunicación activa con los agentes económicos para contribuir a la correcta formación de expectativas.



# CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

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

*A partir del 24 de febrero del 2022 las condiciones geopolíticas cambiaron significativamente por la guerra entre Rusia y Ucrania. Si bien su magnitud y duración son inciertas, este choque ha introducido un factor adicional en la moderación en el ritmo de crecimiento económico global y en el aumento de la inflación en muchos países que ya había iniciado en el 2021. Uno de los principales canales por medio de los cuales ha afectado el conflicto bélico ha sido el de las materias primas, con un fuerte aumento en sus precios, lo cual conllevaría a un deterioro en los términos de intercambio del país. El aumento de las presiones inflacionarias globales ha propiciado una postura menos expansiva de la política monetaria, aún cuando en muchos países no se ha completado la recuperación económica. Asimismo, la guerra en Ucrania también ha generado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.*

*En el caso de Costa Rica, continuó el dinamismo en la producción y la normalización de su ritmo de crecimiento y una mejora en el mercado laboral, con lo cual el desempleo se acerca a los niveles prepandemia; un aumento en el déficit en la cuenta corriente en la balanza de pagos, impulsado por las mayores importaciones y el deterioro en los términos de intercambio; una mejora sostenida en los resultados fiscales (mayor superávit primario y menor déficit financiero); el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios continuó desacelerándose mientras que el crédito al sector privado en moneda nacional mantuvo su dinamismo; la inflación general y el promedio de indicadores de inflación subyacente excedieron el límite superior del rango de tolerancia para la meta de inflación.*

---

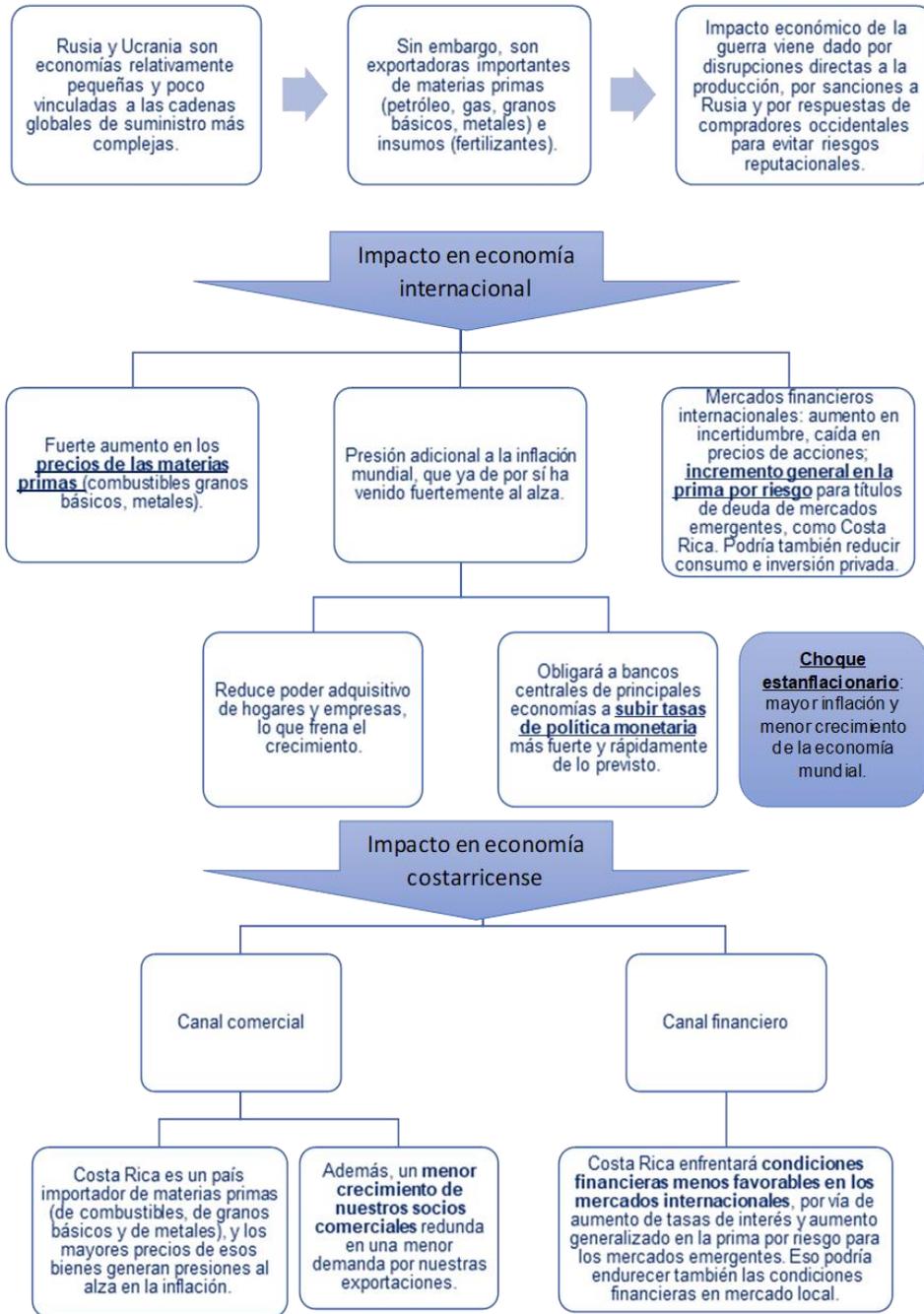
## 1.1. Economía internacional

*La mayor parte del primer cuatrimestre del 2022 ha estado marcada por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.*

A partir del 24 de febrero del 2022 las condiciones geopolíticas cambiaron drásticamente. Desde esa fecha el mundo enfrenta un nuevo choque no previsto en el Informe de Política Monetaria de enero del 2022, generado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. La magnitud y duración de este choque son aún inciertas; no obstante, sus implicaciones ya se manifiestan en el crecimiento económico y en la inflación mundiales. Las consecuencias del conflicto bélico y las sanciones económicas impuestas a Rusia por varios países se manifiestan por diversos canales. La línea de tiempo, así como los principales choques externos e internos como consecuencia de ese conflicto bélico se presentan en la Imagen 1.

Imagen 1. Impacto económico de la guerra en Ucrania

# Guerra en Ucrania



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en la presentación del Presidente del Banco Central de Costa Rica, señor Rodrigo Cubero B., "Impacto en la economía nacional de la guerra en Ucrania", el 15 de marzo del 2022.

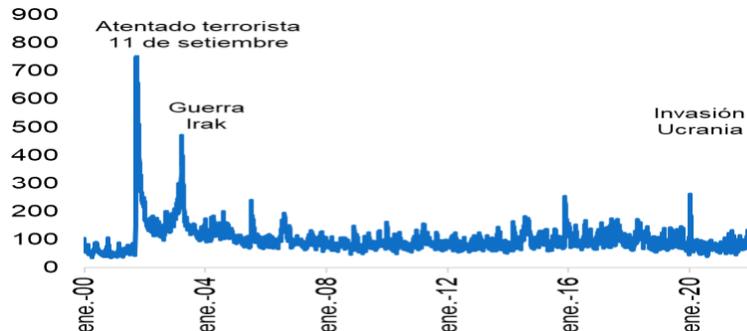
En la economía internacional, el conflicto bélico propició de inmediato un aumento importante en los precios de las materias primas, entre ellos el del petróleo, trigo, hierro y acero. Si bien en el caso de las dos primeras su precio ha tendido a desacelerarse recientemente, su evolución ha generado una presión adicional en la inflación global, que ya de por sí venía fuertemente al alza motivada en buena medida por la recuperación en la demanda global observada en los trimestres previos. Lo anterior, podría obligar a los bancos centrales de las principales economías del mundo a subir las tasas de interés de política monetaria de manera más acentuada y rápida de lo previsto a inicios de año.

Por otra parte, en forma simultánea se registró un aumento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, que ha redundado en una caída en los precios de las acciones y en un incremento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de países emergentes, como Costa Rica. Esa incertidumbre también afecta negativamente el consumo y la inversión privada. Así, en general, ambos impactos se traducirían en mayor inflación y perspectivas de menor crecimiento para la economía mundial.

En esa línea, el índice mensual de riesgo geopolítico<sup>4</sup> se ha elevado significativamente desde febrero pasado (Gráfico 1). El periodo enero 2000 a marzo 2022 muestra tres coyunturas de elevado riesgo geopolítico: el primero de ellos referente al ataque terrorista en Estados Unidos del 11 de setiembre del 2001, el segundo relacionado con la guerra en Irak en marzo del 2003 y el tercero asociado a la guerra de Rusia-Ucrania en febrero del 2022.

### Gráfico 1. Índice de riesgo geopolítico

Promedio móvil 7 días, 1985-2019=100



Fuente: Caldara, Dario and Matteo Lacoviello (2022). Publicado originalmente en el Informe de Política Monetaria, marzo del 2022, del Banco Central de Chile.

### *Algunos indicadores de corto plazo y adelantados dan señales de moderación en la actividad económica mundial.*

La economía mundial tuvo una rápida recuperación en el 2021, impulsada por el paulatino levantamiento de las medidas de restricción sanitaria, el ajuste de los agentes económicos

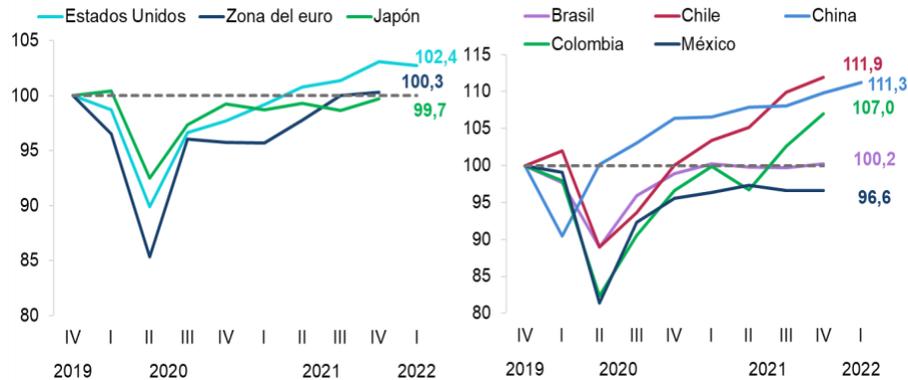
---

<sup>4</sup> Caldara, Dario and Matteo Lacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), pp.1194-1225.

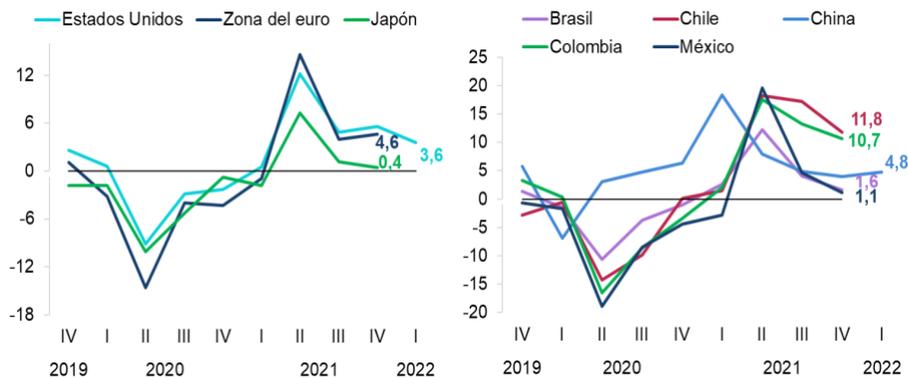
a las nuevas condiciones, el avance en la vacunación contra el COVID-19 y los estímulos monetarios y fiscales. En conjunto, estos factores permitieron que varios países alcanzaran, en el transcurso del 2021, el nivel de actividad económica registrado previo a la pandemia (Gráfico 2A). No obstante, desde la segunda parte de ese año algunas economías muestran una desaceleración en sus tasas de crecimiento (Gráfico 2B).

**Gráfico 2. PIB trimestral en algunas economías**

**A. Índice de volumen (IV trimestre del 2019=100)**



**B. Variación interanual, en porcentajes**



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de la base de datos de la OCDE.

En particular, el PIB de Estados Unidos cayó en 1,4% en el primer trimestre del 2022 (variación trimestral anualizada), por primera vez desde mediados del 2020, explicado en parte por las importaciones.

La moderación también refleja la disipación gradual de los efectos base en el crecimiento económico, y conforme la actividad económica se recupera, el ritmo de crecimiento tenderá a moderarse por razones aritméticas.

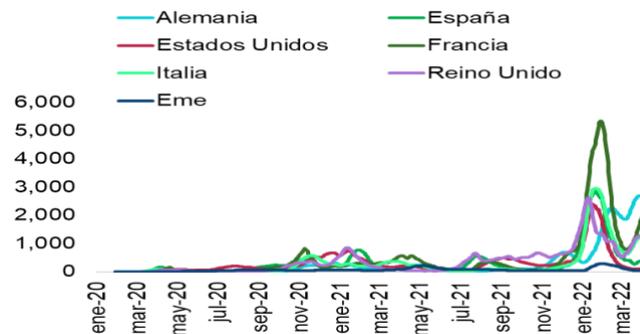
En esa línea, algunos indicadores de mayor frecuencia, también muestran signos de un menor ritmo de crecimiento en algunas economías, debido a los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro y la propagación de las nuevas variantes del coronavirus que llevaron a retomar algunas medidas sanitarias y al requerimiento de una tercera dosis de la vacuna contra el COVID-19 y, más recientemente, el conflicto bélico

entre Rusia y Ucrania. Un factor que ha golpeado a los mercados y genera incertidumbre en los agentes económicos es el del rebrote del virus en China y el impacto de las fuertes medidas de restricción sanitaria que han aplicado las autoridades en ese país. Eso podría frenar considerablemente el crecimiento de la economía china, lo que tendría repercusiones mundiales.

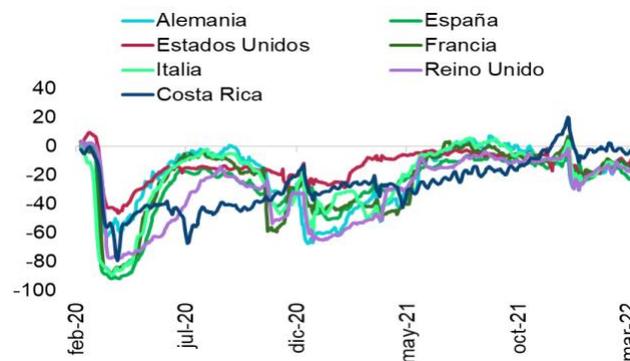
En efecto, el desempeño de la actividad económica mundial sigue afectado por la evolución de la pandemia (Gráfico 3A), debido a que los rebrotes han llevado a algunos países a retomar las medidas restrictivas en forma intermitente y focalizada. De acuerdo con cifras de la Universidad Johns Hopkins, desde que inició la pandemia en marzo del 2020 al 12 de abril del 2022, se han presentado más de 500 millones de casos de COVID-19 y más de 6,2 millones de muertes alrededor del mundo.

**Gráfico 3. Indicadores de evolución del COVID-19 y movilidad en economías seleccionadas**

**A. Cantidad de casos diarios del COVID-19<sup>1</sup>**  
*Casos por millón de habitantes, promedio móvil de 7 días*



**B. Índice de movilidad de Google<sup>2</sup>**  
*Series comercio y recreación, promedio móvil de 7 días*



<sup>1</sup> La serie Eme corresponde a países emergentes: Brasil, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

<sup>2</sup> Desviación con respecto al periodo base (entre el 3 de enero y el 6 de febrero del 2020).

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Our World in Data al 7 de abril del 2022 y Google al 5 de abril del 2022.

De acuerdo con el índice de movilidad de Google, el desplazamiento hacia centros comerciales y recreación disminuyó ligeramente a inicios del 2022 (Gráfico 3B). No obstante, el impacto de los confinamientos sobre la actividad económica ha sido menor al observado en el 2020, puesto que los agentes económicos se han adaptado a las restricciones.

Más recientemente, muchos países eliminaron las restricciones sanitarias, aunque se mantienen algunas indicaciones sobre el distanciamiento social y el uso de mascarilla. No obstante, desde finales de marzo hay un confinamiento indefinido en Shanghái, la ciudad más grande de China, por el repunte de casos del COVID-19, variante de Ómicron BA.2, lo cual va a generar interrupciones adicionales en el comercio internacional.

En línea con esto, el índice de gerentes de compra<sup>5</sup> para el mundo muestra un nivel de 52,7 puntos en marzo (53,5 puntos en febrero), explicado por el índice para las economías emergentes que a marzo se ubica por debajo de 50 puntos (46,8 puntos desde 51,3 puntos en febrero), a su vez asociado al comportamiento del índice para China que pasó de 50,1 puntos en febrero a 43,9 puntos en marzo. Por el contrario, el índice para las economías avanzadas muestra un repunte hasta 56,0 puntos (54,7 puntos en febrero), impulsado por Estados Unidos (57,7 puntos) y la zona del euro (54,9 puntos), en especial por Alemania, su principal economía, con un nivel de 55,1 puntos (Gráfico 4A).

Sin embargo, el índice semanal de actividad económica para Estados Unidos (WEI, por sus siglas en inglés)<sup>6</sup>, el cual brinda una aproximación del estado semanal de la economía, muestra un deterioro desde finales de abril del año pasado. En la semana finalizada el 24 de abril del 2021 ese indicador registró un nivel de 11,2 puntos, mientras que en la semana que finalizó el 2 de abril del 2022 cayó a 4,8 puntos.

Otros indicadores también apuntan a una moderación en el ritmo de crecimiento de la economía global. El comercio mundial y la producción industrial se han desacelerado hasta 6,5% y 6,0% en términos interanuales en febrero, desde 25,1% y 17,9%, respectivamente, registrados en abril del 2021, aunque sus niveles se mantienen por encima de los observados antes de la pandemia (Gráfico 4B).

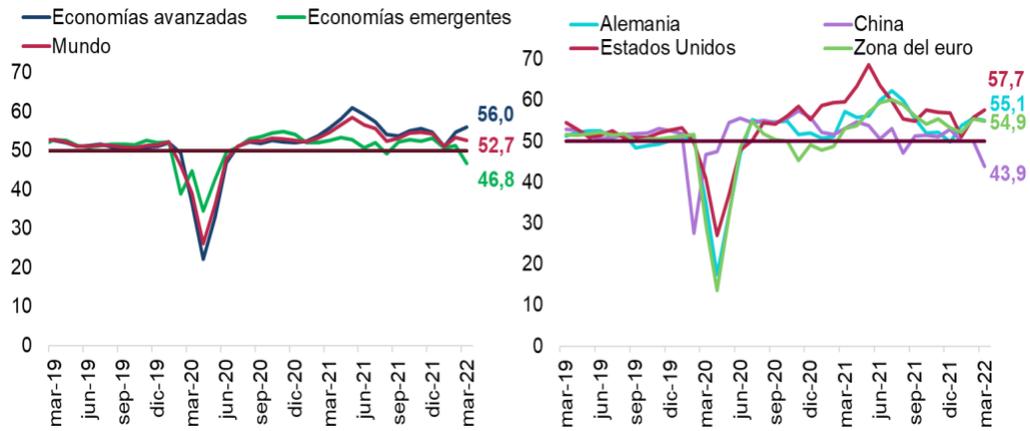
Por otra parte, los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro, la propagación de las nuevas variantes del coronavirus, y más recientemente la guerra en Ucrania afectaron los indicadores de confianza, en especial la de los consumidores. Así, el índice de confianza de los consumidores para los países miembros de la OCDE fue de 97,7 puntos en marzo, luego de registrar niveles por encima de 100 entre abril y julio del 2021. Este deterioro en la confianza incide negativamente en el ritmo de crecimiento de la actividad económica (Gráfico 4C).

---

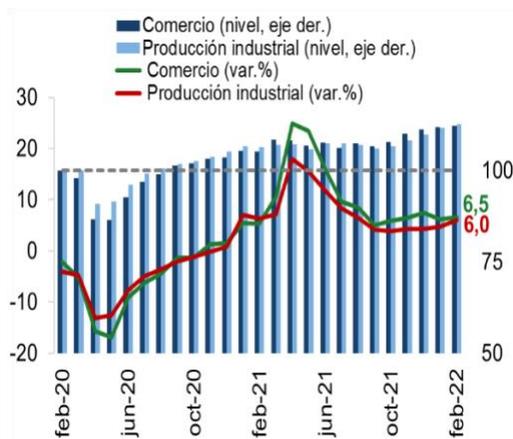
<sup>5</sup> El Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) es un indicador sobre la percepción de la situación económica con base en una encuesta mensual a una muestra de gestores de compras. Si el PMI está por encima de 50 indica una expansión y por debajo, contracción.

<sup>6</sup> El WEI es un índice de actividad económica real que utiliza datos de alta frecuencia. Está compuesto por 10 series diarias y semanales que abarcan el comportamiento del consumidor, el mercado laboral y la producción. Es elaborado por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (puede consultarse en: <https://fred.stlouisfed.org/series/WEI>).

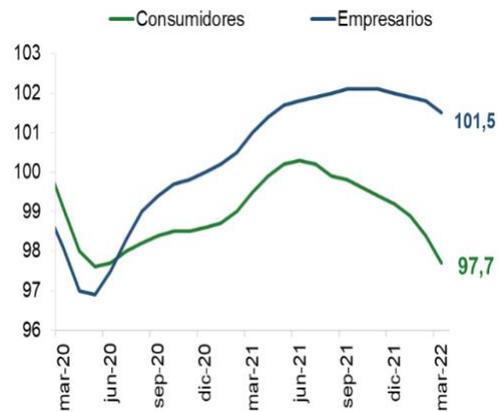
**Gráfico 4. Indicadores de actividad económica en algunas economías**  
**A. Índices de gerentes de compra**



**B. Comercio y producción industrial**  
**Variación interanual en porcentajes**  
 (febrero 2020=100)



**C. Índices de confianza OCDE<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Valores por encima de 100 representan optimismo.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg, *Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis* (CPB) y OCDE.

**La tasa de desempleo alcanzó los niveles previos a la pandemia en algunos países.**

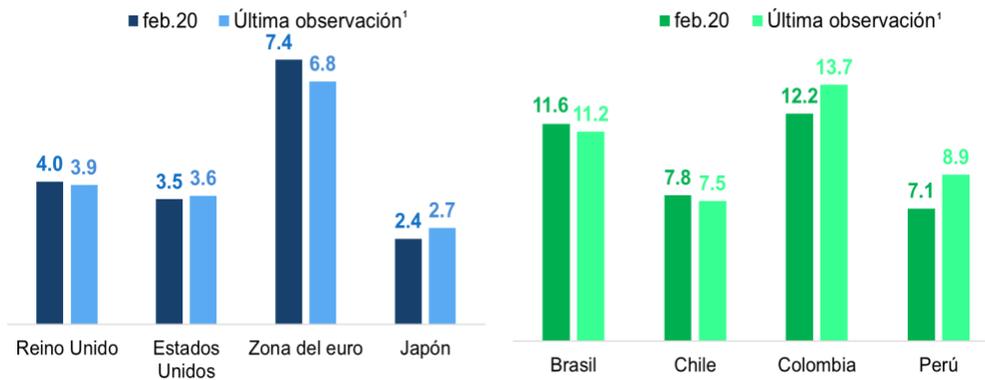
Si bien los indicadores del mercado laboral han mejorado (Gráfico 5), en muchos países han mostrado una recuperación más lenta que la producción. Además, en otras economías, principalmente avanzadas, se observan tasas de participación menores que, en conjunto con una renovada demanda de trabajadores para ciertas industrias, ha llevado a una mayor presión sobre los salarios.

La magnitud del impacto de la pandemia en el empleo de las economías emergentes y de las economías avanzadas ha sido diferente<sup>7</sup>. En general, en las primeras el impacto fue mayor.

En las economías avanzadas el empleo presencial ha aumentado, pero la baja tasa de participación podría reflejar el hecho de que muchas personas, en particular mujeres, se quedaron en casa en labores de cuidado de familiares.

**Gráfico 5. Indicadores del mercado laboral en algunas economías**  
En porcentajes

**A. Tasa de desempleo**



**B. Estados Unidos: tasa de participación**



<sup>1</sup> Cifras a febrero del 2022, excepto para Reino Unido a enero del 2022 y para Estados Unidos a marzo del 2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg y el Departamento de Trabajo de Estados Unidos.

<sup>7</sup> Analyze This! Employment del FMI, 10 de marzo del 2022.

## La economía internacional experimenta un fuerte aumento en los precios de las materias primas.

La recuperación económica global y, en particular, el dinamismo de la demanda mundial se ha reflejado en un incremento en el precio de las materias primas, luego de la abrupta caída que experimentaron en el primer cuatrimestre del 2020. Ese efecto fue reforzado por el elevado aumento en los costos de los fletes marítimos, como consecuencia del estímulo a la demanda global y los cuellos de botella en las cadenas de suministro.

Además, ese aumento en las materias primas ha sido recientemente impulsado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Así, por ejemplo, el nivel del Índice de precios de materias primas importadas por el país aumentó en 38,7% a marzo con respecto a igual mes del año pasado y el componente de granos básicos 35,2% (Gráfico 6A).

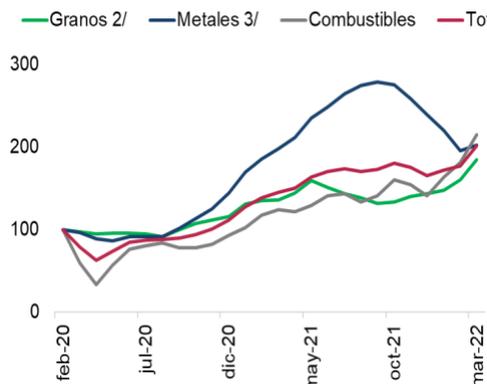
En particular, el precio del crudo WTI subió 73,7% en marzo en términos interanuales. El precio de esta materia prima llegó a alcanzar máximos no registrados desde el 2008 hasta USD 123,70 el 8 de marzo pasado. Además, muestra una alta volatilidad, motivada por las reacciones de los distintos países ante este conflicto (Gráfico 6B).

Más recientemente, el precio del WTI muestra una reducción, asociada en buena parte a la decisión del Gobierno de Estados Unidos, adoptada a finales de marzo pasado, de liberar 180 millones de barriles de crudo de sus reservas estratégicas en un periodo de seis meses para contener el precio del petróleo en ese país.

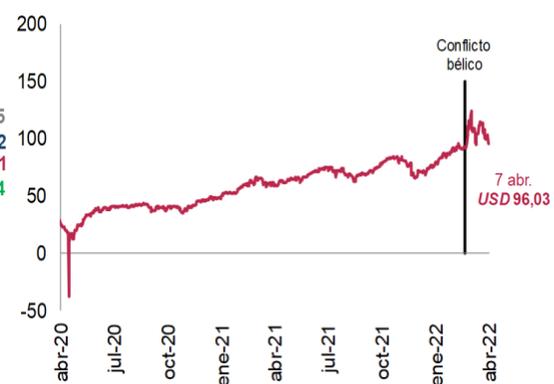
Destaca que el nivel del índice de precios de metales aumentó tan solo 2,1% a marzo con respecto a marzo del 2021, en buena medida explicado por el deterioro en las perspectivas de crecimiento de China, principal consumidor, dado el repunte de casos de COVID-19 que están registrando en los últimos meses.

**Gráfico 6. Indicadores de precios de materias primas**

**A. Índice de precios de materias primas importadas<sup>1</sup>**  
(Febrero 2020=100)



**B. Precio del petróleo WTI (USD por barril)**



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

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

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

El aumento en el precio de las materias primas, acentuado por el conflicto bélico, implicó un deterioro interanual de 6,2% en los términos de intercambio de la economía nacional (es decir, la relación de los precios de exportación a los precios de importación) en el primer trimestre del 2022 (-7,7% en el trimestre previo). Con ello, se completaron cinco trimestres consecutivos de deterioro en esta variable, luego de la mejora experimentada entre el segundo trimestre del 2019 y el cuarto del 2020 (Gráfico 7).

**Gráfico 7. Costa Rica: Términos de intercambio y precios de combustibles<sup>1</sup>**  
Variación interanual en porcentajes



<sup>1</sup> Combustibles se refiere al precio por barril en USD del cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En los términos de intercambio influyó el precio de la mezcla de hidrocarburos que importa el país, que en el primer trimestre del año en curso muestra un crecimiento de 66,4% (87,7% en el trimestre previo).

***Se mantienen las presiones alcistas en la inflación, exacerbadas por los efectos económicos de la invasión de Rusia a Ucrania.***

El incremento de la inflación se ha presentado tanto en economías avanzadas como emergentes, debido a efectos base y a los mayores costos del transporte marítimo, aunado a los estímulos fiscales y monetarios y a las presiones derivadas del conflicto geopolítico (Gráfico 8). Las presiones inflacionarias en muchos países iniciaron desde mediados del 2021.

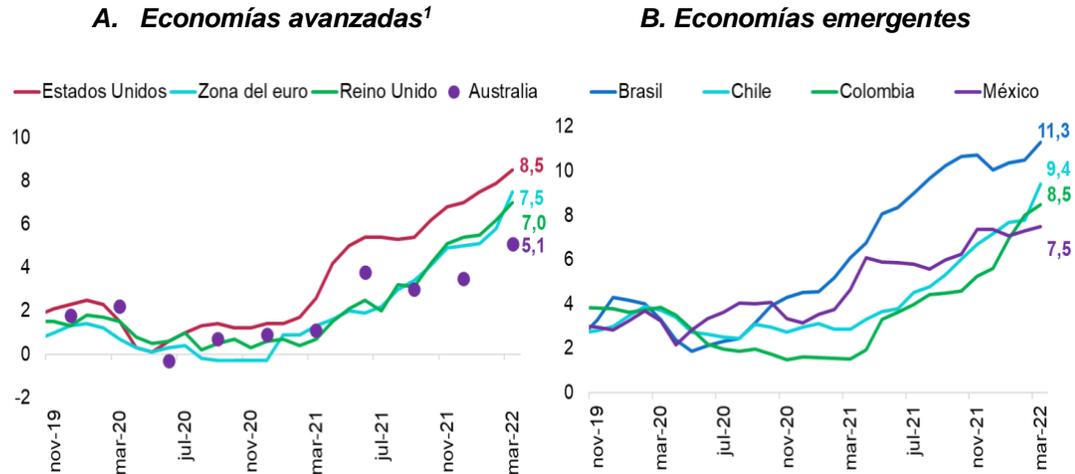
En un principio, los bancos centrales de las principales economías plantearon que ese aumento en la inflación sería transitorio. No obstante, desde los últimos meses del 2021 algunos bancos centrales y organismos internacionales han señalado que el aumento en la inflación es de una magnitud y duración mayor a lo previsto inicialmente.

Actualmente cerca del 60% de las economías avanzadas tienen una inflación interanual por encima del 5%, más de 3 p.p. por encima de los objetivos de inflación de esas

economías. Esa es la mayor proporción desde finales de la década de los ochenta. Por su parte, en más de la mitad de las economías emergentes, la tasa de inflación supera el 7% y, excepto por un breve período durante la Crisis Financiera que reflejó factores específicos y de corta duración, ésta es la mayor proporción en más de dos décadas<sup>8</sup>.

### Gráfico 8. Índices de precios al consumidor de algunos países

Variación interanual en porcentajes



<sup>1</sup> Australia publica la inflación con periodicidad trimestral.

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

En particular, la inflación en Estados Unidos, medida por el Índice de precios al consumidor (IPC), ascendió en marzo pasado a 8,5% (2,6% un año antes). La inflación subyacente también se mantiene en niveles altos (6,5%). Al respecto, el Sistema de la Reserva Federal señaló que la inflación continúa elevada, lo que refleja desequilibrios de oferta y demanda relacionados con la pandemia, precios de la energía altos y presiones inflacionarias más amplias<sup>9</sup>.

Por otra parte, luego de un largo periodo de bajas tasas de inflación, el fenómeno inflacionario no ha sido ajeno a la zona del euro, donde la inflación alcanzó un 7,5% en marzo (1,6% un año atrás), aunque la variación interanual del componente subyacente alcanzó 3,0%.

En muchas economías emergentes, las tasas de inflación también han aumentado fuertemente. Es el caso de América Latina, donde en varios países se han ubicado entre 7,5% y 10,5% (esta última cifra es para Brasil).

<sup>8</sup> Banco de Pagos Internacionales “The return of inflation”, discurso de Agustín Carstens, del 5 de abril del 2022.

<sup>9</sup> Comunicado de política monetaria del Sistema de la Reserva Federal del 16 de marzo del 2022.

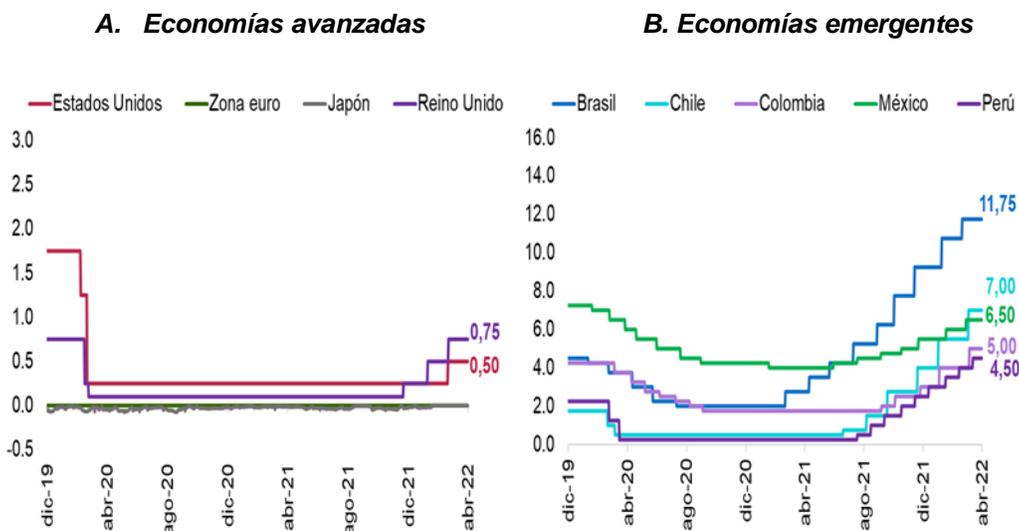
### *El aumento de las presiones inflacionarias globales ha propiciado una postura menos expansiva de la política monetaria.*

Una cantidad creciente de bancos centrales iniciaron el ciclo de aumentos en sus tasas de política monetaria (TPM) desde el año pasado (Gráfico 9). Así, por ejemplo, el Banco de Inglaterra aumentó su TPM en 15 p.b. en diciembre del 2021 (la última vez que la había subido fue en agosto del 2018), 25 p.b. en febrero y marzo del presente año, para ubicarla en 0,75%, con lo cual retornó a sus niveles prepandemia. En esa línea, el Sistema de la Reserva Federal también aumentó en 25 p.b. su tasa de referencia el 16 de marzo y la ubicó entre [0,25% y 0,50%].

En dicha reunión, las perspectivas del Comité Federal de Mercado Abierto señalaban seis aumentos de 25 p.b. en la tasa de política monetaria en el presente año. De momento, todo parece indicar que los mercados han incorporado en los precios esa expectativa, por lo que no se espera una reacción desordenada del mercado si se materializara dicho evento. De hecho, las tasas de interés del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se mantienen relativamente bajas, en aproximadamente 2,7%.

**Gráfico 9. Tasa de política monetaria en economías seleccionadas**

*En porcentajes*



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

Precisamente por las presiones inflacionarias observadas desde el 2021, varias economías emergentes latinoamericanas iniciaron el proceso de aumento en sus tasas de referencia desde el 2021, para ubicarlas, al 25 de abril pasado, en: 11,75% (Brasil), 7% (Chile), 6,5% (México), 5% (Colombia) y 4,5% (Perú).

Similarmente, algunos bancos centrales iniciaron el retiro gradual de los estímulos monetarios no convencionales. Por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) anunció en su reunión del 10 de marzo que pondrá fin a las compras de activos en el tercer trimestre del presente año.

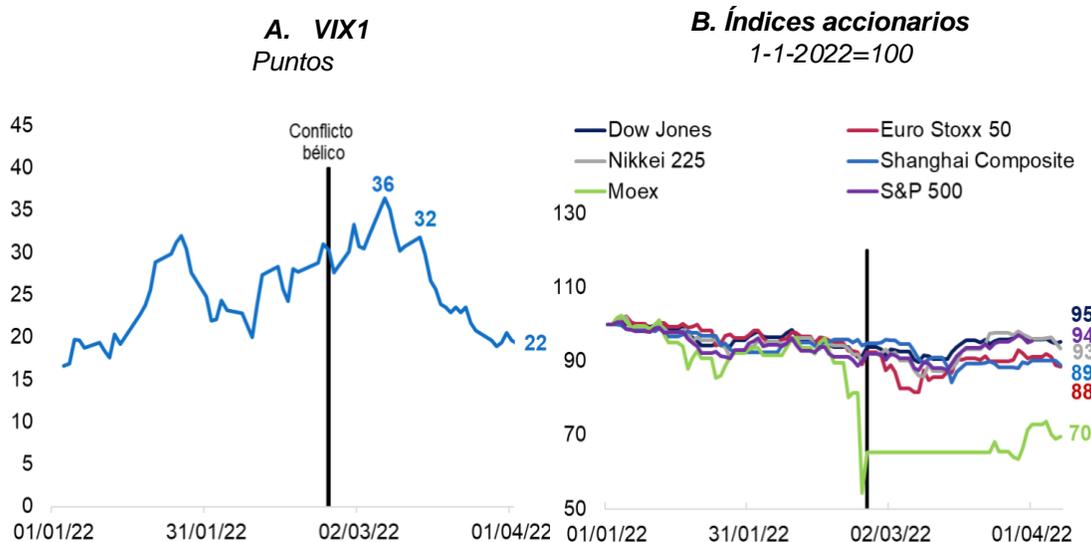
Muchos bancos centrales enfrentan el dilema de hasta dónde pueden aumentar la tasa de interés de referencia sin perjudicar la recuperación económica luego de las estrictas medidas sanitarias tomadas para contener la propagación de la pandemia del COVID-19.

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

Luego de un periodo de estabilidad, los mercados financieros experimentaron una mayor volatilidad generada por la guerra en Ucrania y las sanciones económicas tomadas por las principales economías contra Rusia. Así por ejemplo, el índice sobre la volatilidad esperada en los mercados financieros en los próximos 30 días (VIX) alcanzó 36 puntos el 7 de marzo pasado (Gráfico 10A). A partir de esa fecha se ha reducido por las expectativas positivas ante varias reuniones de negociación entre ambos países. En abril (al 7) se ubica en torno a 22 puntos.

Esta incertidumbre también se manifestó en caídas de los índices accionarios, en particular del índice de la bolsa de Moscú (Moex) (Gráfico 10B).

**Gráfico 10. Indicadores de mercados financieros internacionales**



<sup>1</sup> Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 con periodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

<sup>2</sup> Moex: es el principal índice de la Bolsa de Moscú. Corresponde a las siglas de Moscow Exchange y es el principal índice de referencia denominado en rublos del mercado de valores ruso.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg, con información al 7 de abril del 2022.

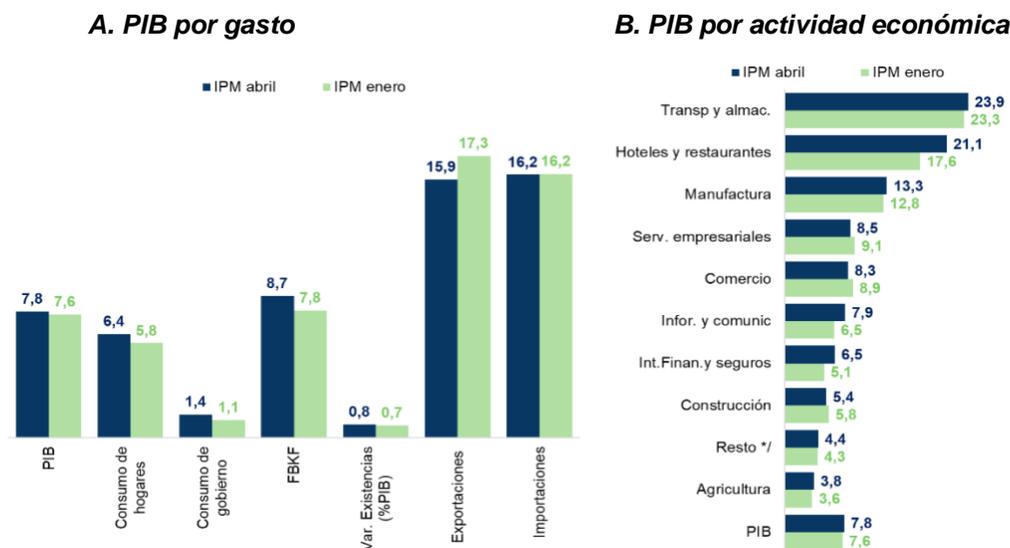
## 1.2. Actividad económica interna, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas

*El crecimiento del Producto Interno Bruto del 2021 se revisó al alza en 0,2 p.p., para ubicarlo en 7,8%.*

Como parte de la revisión de las cifras preliminares de las cuentas nacionales, para el 2021 el Producto Interno Bruto (PIB) se revisó al alza en 0,2 p.p., para ubicarlo en 7,8%, desde 7,6% publicado en enero pasado. Este incremento responde a un crecimiento de los componentes de la demanda interna superior al estimado en enero. Destaca, principalmente, el mayor dinamismo del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, cuyo efecto fue parcialmente compensado por un crecimiento en las exportaciones más moderado de lo previsto en ese momento.

Por actividades, la revisión al alza estuvo concentrada según aporte al cambio, en servicios financieros y de seguros, hoteles y restaurantes, información y comunicaciones, así como manufactura (Gráfico 11, panel A y B).

**Gráfico 11. PIB por gasto y por actividad económica en el 2021**  
Variación interanual en porcentajes



Nota: FBKF corresponde a formación bruta de capital fijo.

\*/ Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, administración pública, educación y salud, actividades artísticas, de entretenimiento, recreativa; Hogares como empleadores, e impuestos sobre importación y productos.

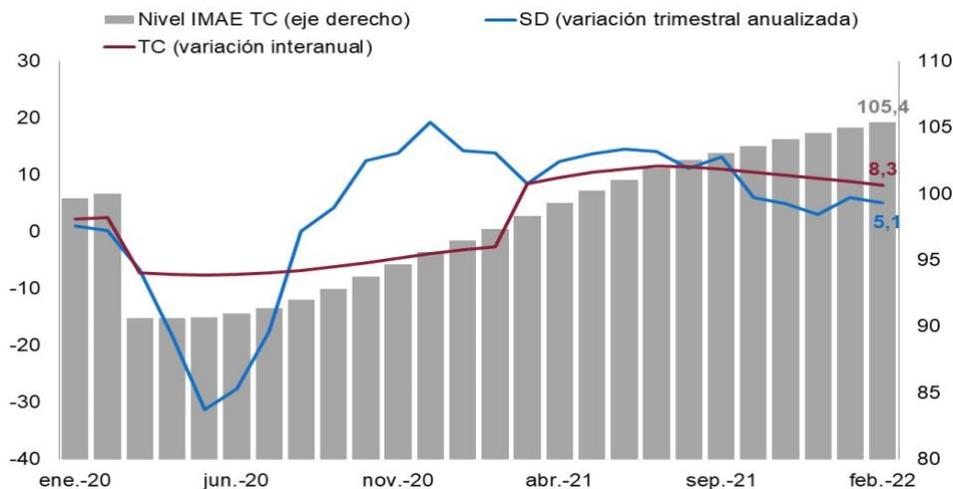
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**En los primeros meses del 2022 continuó el dinamismo en la producción, impulsado por el turismo, la manufactura y el transporte.**

En febrero, el índice mensual de actividad económica (IMAE) en su serie de tendencia ciclo registró una variación interanual del 8,3%, esto es 10,9 p.p. más con respecto al mismo mes un año atrás. Con este resultado, se acumulan 12 meses consecutivos de tasas de variación positivas, aunque con tendencia a la moderación en el ritmo de crecimiento (Gráfico 12).

**Gráfico 12. Índice mensual de actividad económica (series de tendencia ciclo y desestacionalizada, a febrero del 2022).**

*Variación interanual y trimestral anualizada en porcentajes y nivel en p.p.*



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Por su parte, la variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada del IMAE, que permite cuantificar el crecimiento de la producción en el corto plazo, fue de 5,1%, lo cual denota un dinamismo favorable. Además, el nivel de la producción medida por este indicador ha sido superior al del nivel prepandemia (febrero 2020) desde mayo del año anterior. Estos resultados sugieren que la actividad económica en meses recientes ha mostrado un dinamismo vigoroso, así como una tendencia a la moderación en su ritmo de crecimiento, coherente con la disipación de los efectos base provocados por la contracción de la producción durante el año 2020.

Aunque la mayoría de las actividades muestran un dinamismo significativo, son tres las que explican aproximadamente el 60% de la variación del IMAE a febrero: hoteles y restaurantes, manufactura y transporte y almacenamiento, las cuales mostraron tasas de variación interanual de 60,3%, 7,8% y 30,5% respectivamente.

El Producto Interno Bruto en el primer trimestre del 2022 mantiene un dinamismo favorable, impulsado por el consumo y la inversión privadas, así como por la demanda externa.

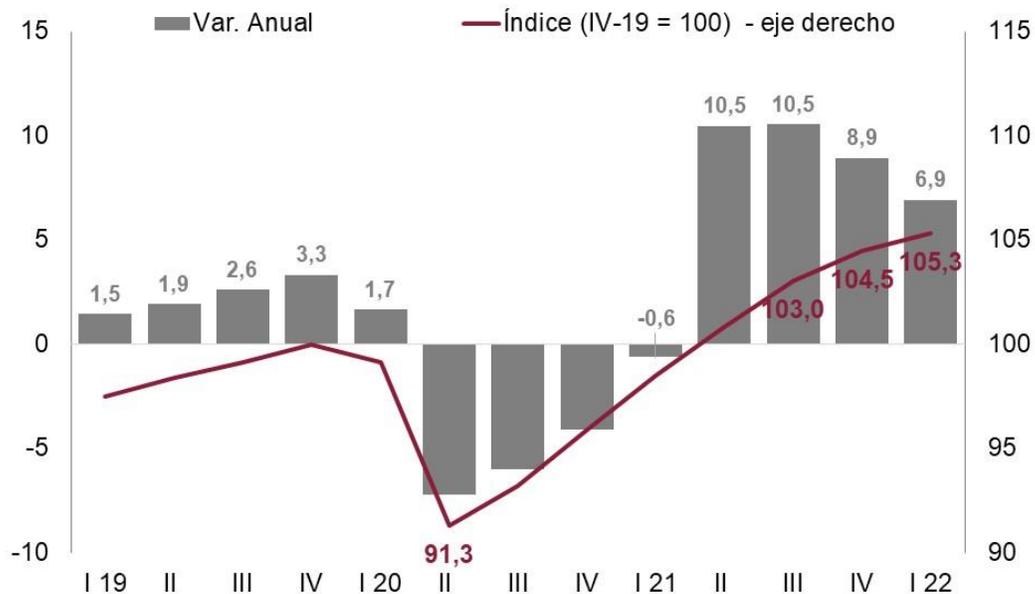
Las cifras preliminares indican que la producción en el primer trimestre de 2022 aumentó en 6,9% según su serie de tendencia ciclo. El crecimiento en el primer trimestre es

significativamente mayor al registrado en el mismo periodo un año atrás (-0,6%), pero menor al del trimestre anterior (8,9%) lo cual sugiere que la producción mantiene un dinamismo favorable, aunque con tendencia a la normalización al dejar atrás los efectos base. Adicionalmente, destaca que con respecto al nivel del cuarto trimestre de 2019, previo a los efectos de la pandemia, la producción para el primer trimestre de este año es superior en 5,3% (Gráfico 13).

Por componentes del gasto, destaca el incremento de 5,0% en el consumo final de los hogares, resultado coherente con la continua disminución en la tasa de desempleo, lo que implica una mejora del ingreso disponible, así como la recuperación del crédito de consumo, esto a pesar del deterioro en los términos de intercambio (Gráfico 15-A)<sup>10</sup>.

**Gráfico 13. PIB en volumen trimestral.**

*Serie de tendencia ciclo, en porcentajes y nivel (IVT-19 = 100)*



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En contraste, el consumo de Gobierno mostró un incremento de 0,9%, en línea con la política de contención de gasto. Este resultado combina el crecimiento en los gastos de salud pública para la atención de la pandemia por COVID-19 y la disminución de los gastos en Administración y Enseñanza públicas.

<sup>10</sup> Cabe destacar que, por tipo de bien y servicio, el aumento en el consumo responde a la mayor adquisición de servicios de suministro de comidas, bebidas, transporte, servicios de salud y financieros, así como al incremento en el consumo de productos textiles, calzado, y alimenticios.

En la formación bruta de capital fijo, destaca el aumento en la inversión en maquinaria y equipo, tanto privada como pública. En el primer caso, la inversión estuvo vinculada con la industria tecnológica y médica y para la manufactura textil y del plástico; mientras que en el segundo, se relaciona con equipo para el procesamiento de datos para los proyectos de ampliación de la conectividad en centros educativos de la Superintendencia de Telecomunicaciones (SUTEL).

A lo anterior se sumó el mayor gasto en obras de construcción privadas, principalmente residenciales, mientras que la ejecución de la inversión con destino público presentó una fuerte caída en obras de infraestructura vial y obras de acueductos y alcantarillados, esto a raíz de la cancelación de algunos contratos de construcción vial por los presuntos casos de corrupción y por efectos base en las obras de acueductos y alcantarillados.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de bienes registraron un buen desempeño en el primer trimestre del año (13,9%), a pesar de que moderaron su crecimiento con respecto a lo observado durante el 2021. Este resultado combina tanto la evolución positiva de las ventas de empresas del régimen especial con la mayor demanda por productos manufacturados de empresas del régimen definitivo.

En el caso de los servicios destaca el aumento en los servicios de viajes, con un crecimiento de 19,1 % que se relaciona con el aumento en el ingreso de turistas al país, así como con efectos base derivados de la contracción por la pandemia. No obstante, el ingreso de turistas durante los primeros meses del 2022 fue menor al previsto en el IPM de enero pasado, particularmente, el ingreso durante enero y febrero fue menor en un 20% al valor estimado previamente.

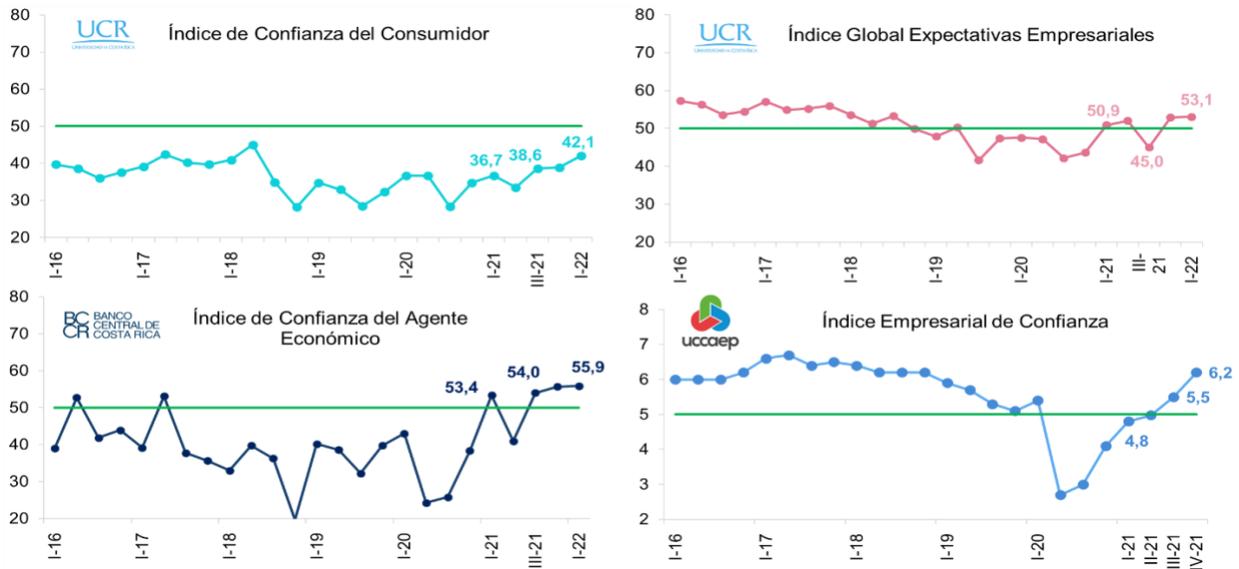
Por su parte, congruente con el desempeño de la actividad económica, hubo una recuperación en las importaciones tanto de bienes como de servicios. En el caso de los bienes se registró un aumento del 22,2%, con lo que mantienen el impulso de los tres trimestres previos. Entre esas importaciones destacan las de insumos para la industria del plástico, metalúrgica y electrónica, los bienes de capital (equipo médico, tecnológico) y el aumento en la cantidad de barriles importados (gasolina y diésel), de vehículos y productos alimenticios.

Similarmente, las importaciones de servicios han aumentado producto del mayor flujo de costarricenses hacia el resto del mundo, así como del incremento en la importación de servicios de transporte.

***En línea con el dinamismo de la demanda interna, los índices de confianza del consumidor y de los productores continúan al alza en el primer trimestre del 2022.***

En particular, el índice de confianza del consumidor calculado por la Universidad de Costa Rica (UCR) ha mostrado una recuperación paulatina desde la segunda mitad de 2020, y para el primer trimestre de 2022 se ubica en 42,1 puntos (36,7 puntos un año atrás), aunque aún permanece en la zona de “pesimismo”. Por otra parte, tanto el índice global de expectativas empresariales de la UCR como el índice de confianza del agente económico del BCCR registran valores de 53,1 y 55,9 puntos respectivamente (2,2 y 2,5 puntos más respecto al primer trimestre de 2021), ambos en terreno optimista, lo cual denota una mejora en las expectativas de los empresarios con respecto a periodos previos. También se ha movido fuertemente al alza el Índice Empresarial de Confianza de la UCCAEP, que se encuentra en territorio también de optimismo (Gráfico 14).

**Gráfico 14. Índices de confianza del consumidor y de expectativas empresariales<sup>1</sup>**



<sup>1</sup>Valores por encima de 50 o 5 puntos según la escala (de 0 a 100 o de 0 a 10) indican optimismo, y por debajo de ese nivel indican pesimismo.

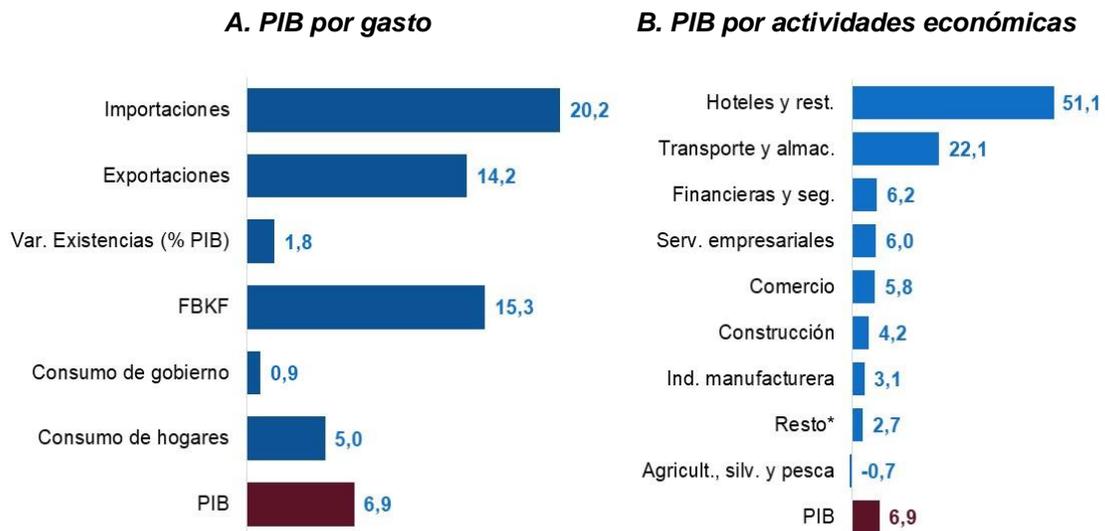
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de la Universidad de Costa Rica y la UCCAEP.

***Por industrias destaca el dinamismo en las actividades de hoteles y restaurantes, impulsado por el aumento en el turismo de locales y extranjeros, aunque esta actividad se mantiene debajo del nivel prepandemia.***

Para el primer trimestre de 2022 destaca el incremento de la producción en las industrias de transporte y almacenamiento y hoteles y restaurantes, con tasas de variación interanual de 22,1% y 51,1% respectivamente. Dichos resultados son coherentes con el comportamiento observado en ambas industrias en trimestres anteriores, aunque aún afectados por los efectos base (Gráfico 15-B).

En particular, la actividad de hoteles y restaurantes aún se mantiene por debajo del nivel prepandemia (-15,5 p.p.). Esta industria mostró una contracción de hasta 59,7 p.p. en su producción en el segundo trimestre de 2020 con respecto al nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019. Fue, así, la actividad con la mayor contracción a raíz de la pandemia (Gráfico 16). Posteriormente, en la primera mitad del 2021, se observó una recuperación relativamente rápida, influenciada por la reducción paulatina de las restricciones de movilidad y la mayor afluencia de turistas extranjeros al país, aunque para la segunda mitad de dicho año el ritmo de crecimiento tendió a moderarse, previsiblemente influenciado por factores estacionales asociados con el ingreso de turistas al país. Pese a esto, su ritmo de crecimiento continúa siendo elevado.

**Gráfico 15. PIB trimestral por el gasto y por actividades económicas**  
*Serie de tendencia ciclo, variación interanual en porcentajes*

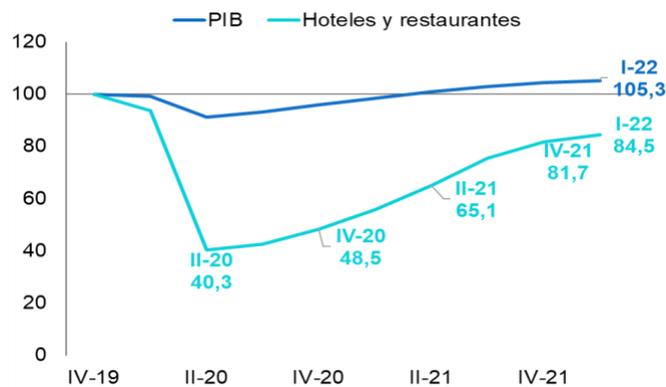


Resto: incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, información, comunicaciones, inmobiliarias, administración pública, salud y educación, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

**Gráfico 16. PIB trimestral y valor agregado de hoteles y restaurantes (series de tendencia ciclo).**

*Índice IV-2019 = 100.*



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En el caso de la industria manufacturera, se registra un crecimiento interanual del 3,1%, impulsado en buena medida por las exportaciones de las empresas del régimen especial (principalmente de insumos médicos) así como también del régimen definitivo.

La construcción muestra un incremento del 4,2%, coherente con el dinamismo observado en la inversión residencial, y en particular, se destaca el dinamismo de la inversión con destino privado, que registra una variación interanual del 16,9% y que, respecto al nivel prepandemia, es superior en 18,7 p.p.

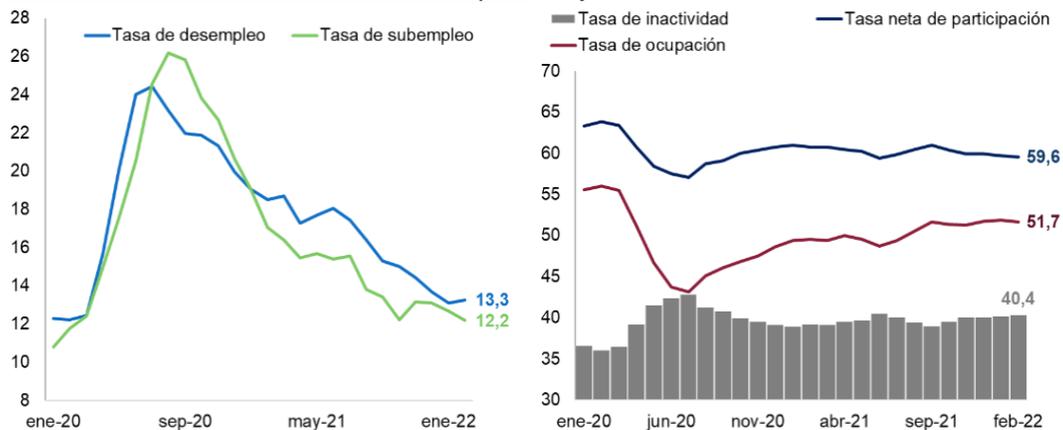
En contraste, la administración pública y la construcción con destino público se mantienen por debajo del nivel registrado en el IV-19 (-1,2 p.p. y -37,5 p.p. respectivamente). La actividad de administración pública ha sido influenciada por las medidas de contención del gasto implementadas a partir de la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635). Por su parte, en la construcción con destino público ha incidido la menor construcción de carreteras, caminos, puentes y edificios a causa de la cancelación de algunos contratos de construcción vial por presuntos casos de corrupción, así como de menos obras de generación eléctrica.

***El mercado laboral continúa en recuperación, aunque a un ritmo inferior al de la actividad económica, con lo cual el desempleo se acerca a los niveles prepandemia.***

Durante el 2021 y el primer bimestre de 2022 el mercado laboral mostró una franca recuperación, pero más lenta que la observada en la actividad económica. Para febrero del presente año, la tasa de desempleo se ubicó en 13,3% de la fuerza laboral (Gráfico 17), inferior en 11,1 p.p. al valor máximo alcanzado en julio de 2020 (24,4%) y en 5,2 p.p. con respecto a febrero del 2021. Pese a esta reducción, aún se ubica 1,1 p.p. por encima del nivel observado antes de la pandemia (12,2% en febrero del 2020).

**Gráfico 17. Indicadores del mercado laboral**

*En porcentajes*



Tasa de participación: Población económicamente activa respecto a la población en edad de trabajar (personas de 15 años o más).

Tasa de ocupación: Población ocupada respecto a la población en edad de trabajar.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

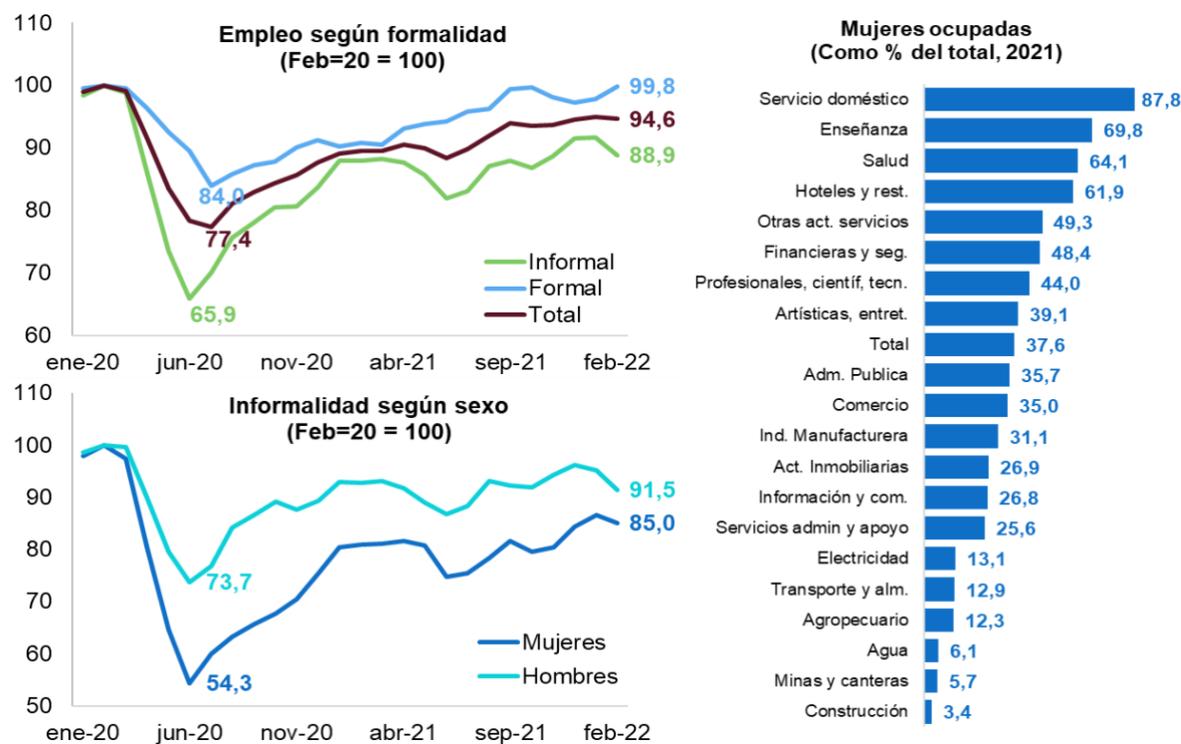
La tasa de subempleo, por su parte, disminuyó 4,9 p.p. entre febrero del 2021 y febrero del 2022, ubicándose en 12,2% (sólo 0,4 p.p. por encima del nivel prepandemia). Lo anterior como resultado del proceso de normalización de las jornadas laborales y de la recuperación de la actividad económica.

En cuanto a las tasas de participación y ocupación, destaca su estancamiento en torno al 60% y 50%, respectivamente. Así, en febrero del año en curso, la tasa de participación se ubicó en 59,6% y la de ocupación en 51,7%, inferiores en 4,3 y 4,4 p.p. al nivel prepandemia respectivamente. Si bien ha habido un incremento en la ocupación en los meses recientes, este no ha sido suficiente para retornar a los niveles registrados a principios del 2020, en tanto que la participación laboral aún se mantiene baja, esto a pesar de la recuperación de la actividad económica, el aumento en la cobertura de la vacunación a nivel nacional y la eliminación de restricciones a la movilidad.

***El empleo informal, principalmente el de las mujeres, cayó muy fuertemente con la pandemia y no se ha recuperado plenamente, a diferencia del empleo formal.***

Según datos del INEC, en febrero del 2022 el empleo formal prácticamente alcanzó el nivel registrado previo a la pandemia, no así el número de ocupados informales que estuvo 11,1 p.p. por debajo de ese nivel (Gráfico 18).

**Gráfico 18. Empleo según formalidad y sexo**  
Índice febrero 2020 = 100 y como porcentaje del total



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

Esta afectación es particularmente cierta para las mujeres, lo cual es coherente con el hecho de que, en promedio, la ocupación de las mujeres tiene un mayor peso relativo en actividades vinculadas con el sector informal como el servicio doméstico y los restaurantes, o actividades que fueron de las más afectadas por las restricciones a la movilidad como los hoteles y otras actividades de servicios.

### ***La recuperación de la ocupación se ha dado en un contexto de menor participación laboral.***

Previo al inicio de la crisis sanitaria del COVID-19, la tasa neta de participación se ubicaba en 63,9%, para disminuir en tiempos de pandemia hasta 57,1% en julio del 2020 (una caída de 6,8 p.p. en tan solo 5 meses). Aunque esta mostró una mejora a partir de agosto del 2020, durante el 2021 y en lo que transcurre del 2022 se ha mantenido en torno al 60%, como se indicaba más arriba.

La disminución de la fuerza laboral durante la pandemia no es exclusiva de Costa Rica. Estudios recientes (Faberman et al., 2022<sup>11</sup>, Pizinelli et al. 2022<sup>12</sup>) muestran evidencia de este fenómeno en economías como Estados Unidos e Inglaterra, y además sugieren que podría estar explicado por: i) los altos beneficios por desempleo otorgados durante la pandemia, ii) la salida del mercado laboral de algunos trabajadores para dedicarse al cuidado de familiares (hijos y adultos mayores), iii) cambios en los salarios de reserva<sup>13</sup> en algunos tipos de trabajadores, y iv) el retiro anticipado de las personas mayores. Para Costa Rica algunos de estos elementos podrían ser relevantes, aunque no los únicos, como por ejemplo el retiro anticipado de algunos trabajadores y el cuidado de familiares<sup>14</sup>.

### ***El envejecimiento poblacional incide cada vez más sobre la participación laboral.***

A febrero del 2022, el 42,4% de la población inactiva corresponde a personas mayores de 60 años, un 27,6% entre 15 y 24 años, y el restante 30% entre los 25 y los 59 años. Por otra parte, entre febrero del 2020 y febrero del 2022, la población fuera de la Población Económicamente Activa (PEA) aumentó un 14,7% (poco más de 211 mil personas) y de este aumento, el 52,8% correspondió a personas mayores de 60 años, un 22,7% entre 15 y 24 años y el restante 24,4% al resto. Estas cifras sugieren que: i) la población fuera de la PEA se compone principalmente de adultos mayores y jóvenes en edad de asistencia

---

<sup>11</sup> Faberman, Jason and Mueller, Andreas I. and Sahin, Aysegul, Has the Willingness to Work Fallen During the COVID Pandemic? (February 2022). CEPR Discussion Paper No. DP17043.

<sup>12</sup> Mr. Ippei Shibata & Carlo Pizzinelli, 2022. "Has COVID-19 Induced Labor Market Mismatch? Evidence from the US and the UK," IMF Working Papers 2022/005, International Monetary Fund.

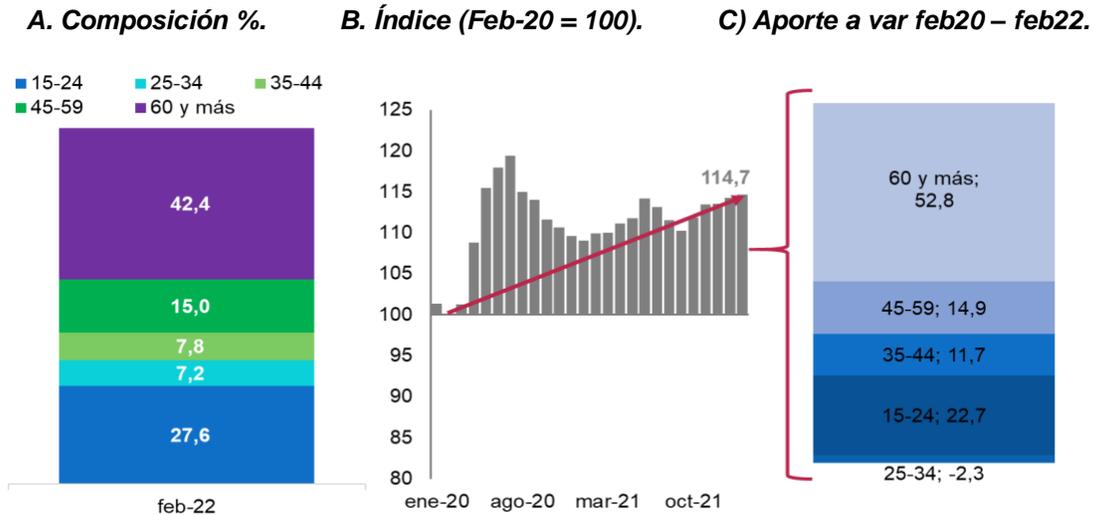
<sup>13</sup> El salario de reserva puede definirse como el pago mínimo por el que un trabajador estaría dispuesto a aceptar un trabajo y dejar su condición de desempleado.

<sup>14</sup> Dado que los subsidios monetarios otorgados en Costa Rica a trabajadores que perdieron su empleo fueron relativamente bajos y de menor duración en comparación con otras economías (ver recuadro 4 del IPM de abril de 2021), no se esperarían efectos significativos sobre la participación laboral. Por otra parte, no se cuenta con estadísticas sobre los salarios de reserva para identificar cambios durante la pandemia que incidan en la decisión de los trabajadores en cuanto a su participación.

al sistema educativo, y ii) recientemente, la población fuera de la PEA crece más por el aumento en la cantidad de personas adultas mayores (Gráfico 19).

**Gráfico 19. Indicadores de la población fuera de la PEA**

*En porcentajes*



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

Este hecho se refleja en el cambio de composición de la pirámide poblacional del país entre el 2011 y el 2021, en donde tanto para hombres como para mujeres, el peso relativo de las cohortes menores a treinta años es menor en 2021 en comparación con diez años atrás, y lo opuesto ocurre con los grupos de personas con edades superiores a los treinta años, y resulta aún más evidente para las personas con más de sesenta años (Gráfico 20).

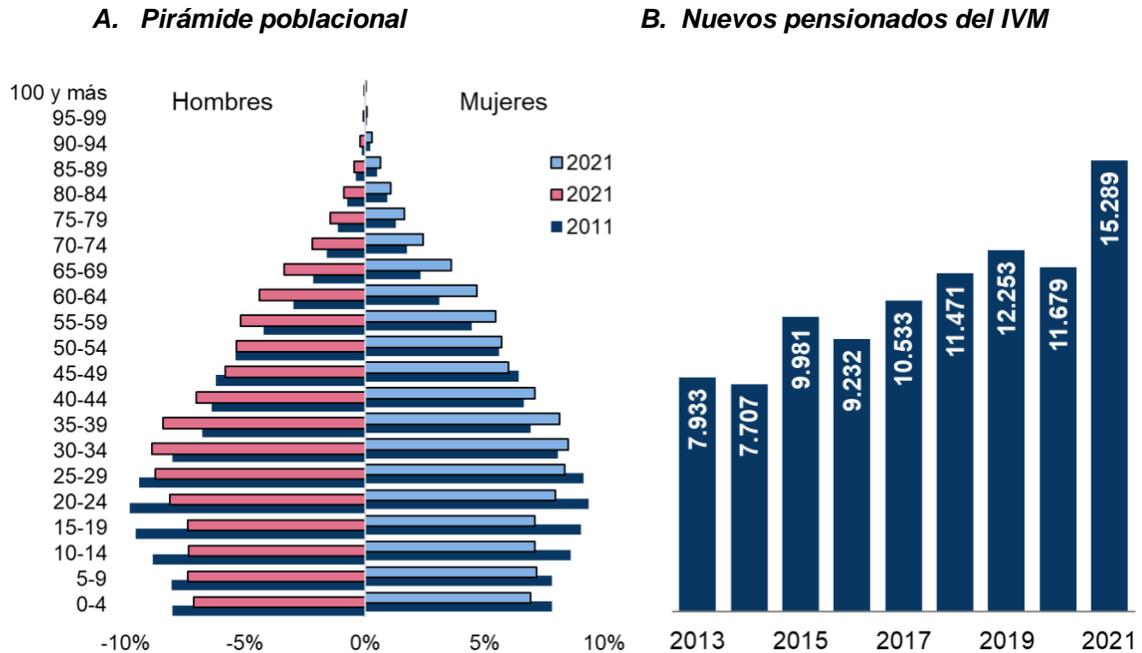
Por otra parte, la cantidad de personas que se pensionan por vejez tendió al alza en los últimos años. Entre el 2013 y el 2021 la cantidad de personas pensionadas del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) aumentó en promedio en un 8,5% por año. Adicionalmente, debe destacarse que durante el bienio 2020-2021 se discutieron y aprobaron reformas al reglamento de pensiones<sup>15</sup>

<sup>15</sup> En 2021 la Junta Directiva de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) aprobó de manera definitiva la aplicación de tres ajustes para el Fortalecimiento y Sostenibilidad del Seguro de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM): Se elimina el derecho de retiro anticipado por vejez para los hombres, se mantiene el derecho de retiro anticipado por vejez para las mujeres ajustando la edad mínima para este retiro a partir de los 63 años con 405 cuotas, se establece el Salario Promedio de Referencia (SPR) como el promedio de los mejores 300 salarios reportados (25 años) de toda la carrera laboral, traídos a valor actual y se establece que la cuantía adicional empezará a acumularse después de 300 cuotas.

(Ley 9906 y reformas a los regímenes de primer pilar), lo cual pudo incentivar a algunos trabajadores a adelantar su retiro del mercado laboral. De hecho, en el 2021 la variación interanual del número de pensionados fue del 30%, lo que representó un récord e incluso sobrepasó la tasa de crecimiento de los pensionados del 2015 (cuando también hubo cambios en la normativa<sup>16</sup>).

**Gráfico 20. Pirámide poblacional por sexo entre 2011 y 2021 y nuevos pensionados del IVM entre 2013 y 2021**

*En porcentajes y en número de pensionados*



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos y Superintendencia de Pensiones (SUPEN).

**Alrededor de la tercera parte de población fuera de la PEA no participa en el mercado laboral por obligaciones familiares.**

La población inactiva puede clasificarse según su disponibilidad en “no disponible”, “disponible con limitaciones”<sup>17</sup> y “disponible desalentada”<sup>18</sup>. A febrero del 2022, el 93% de

<sup>16</sup> En 2015 se modificaron los requisitos para acogerse a pensión por orfandad (por resolución de la Sala Constitucional N° 1617 del 4 de febrero de 2015), además en ese mismo año se inició la gradualidad para eliminar las pensiones anticipadas con castigo.

<sup>17</sup> Personas que no buscan trabajo por razones de estudio u obligaciones familiares o personales, pero que estarían interesadas en trabajar.

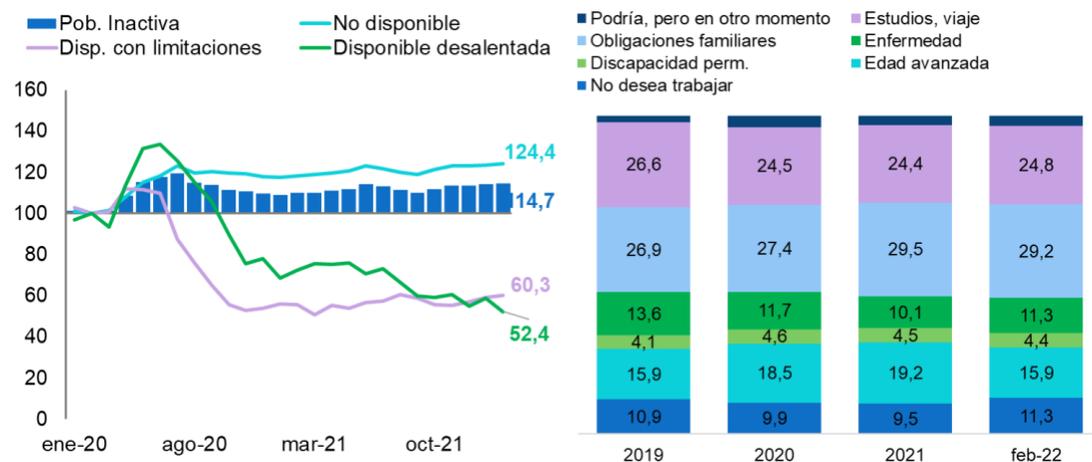
<sup>18</sup> Personas que tienen interés en trabajar, pero se cansaron de buscar trabajo, no tienen los medios para buscarlo, o no lo han encontrado por razones de edad, sexo u otra razón no definida, o bien no encuentran trabajo en su zona de residencia.

las personas fuera de la fuerza de trabajo “no tenía disponibilidad para trabajar”, mientras que el restante 7,0% estaba disponible con limitaciones o desalentada. En contraste, en febrero del 2020 la proporción de personas no disponibles fue del 85,4%. Así, entre ambas fechas la cantidad de personas no disponibles aumentó un 24,4%, mientras que las personas disponibles con limitaciones o desalentadas disminuyó significativamente (Gráfico 21).

De las razones para no participar en el mercado laboral que aduce el grupo de los no disponibles destacan las obligaciones familiares (29,2%), motivos personales -como estudio o viajes planeados- (24,8%) y edad avanzada (15,9%).

**Gráfico 21. Población inactiva según disponibilidad y motivos por los que la población no disponible no participa en el mercado laboral**

Índice feb-2020 = 100 y en porcentajes



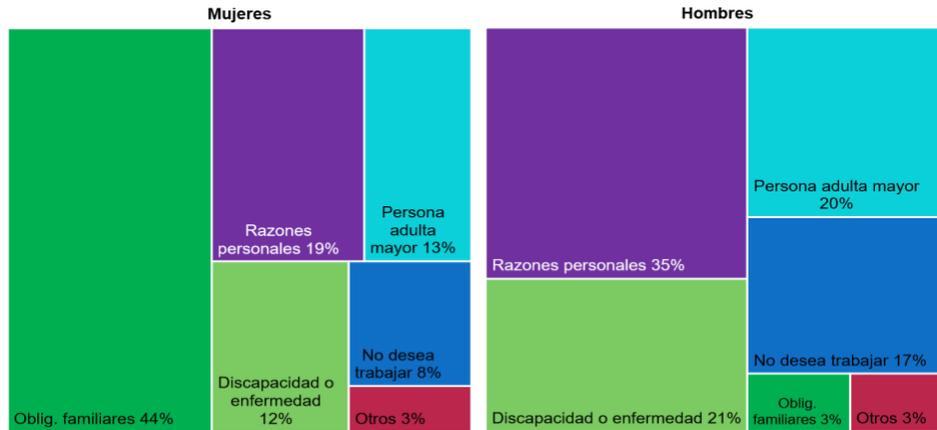
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

**Las obligaciones familiares son la principal razón de que las mujeres decidan no participar en el mercado laboral.**

En las mujeres en edad de trabajar pero que no tienen disponibilidad para hacerlo a febrero del 2022, el 44% identificó como principal argumento el cuidado de personas (infantes, adultos mayores, personas con discapacidad), argumento dado por el 3% de los hombres que presentan igual condición (Gráfico 22). Es importante mencionar que este es un fenómeno recurrente del mercado laboral costarricense, que impide una mayor participación laboral en el país y que requiere de medidas de política pública para su mitigación.

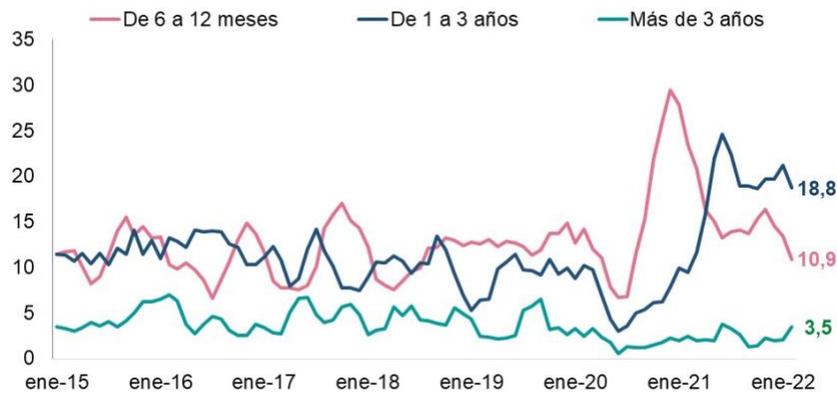
A febrero del 2022 el 33,2% de los desempleados se ha mantenido en esta condición por un periodo mayor a los seis meses, y en particular el 18,8% mantuvo esa condición entre uno y tres años (Gráfico 23). Estas cifras son considerablemente superiores a las registradas en años previos, y sugieren que hay un grupo elevado de trabajadores que podría presentar pérdida en sus habilidades y capacidades productivas, lo cual incide negativamente en su productividad. Por otra parte, largos periodos de desempleo pueden llevar a la salida temporal o permanente del mercado ante la imposibilidad de conseguir un empleo acorde con sus capacidades. Esta podría ser también una causa adicional de la menor participación laboral observada en el periodo reciente.

**Gráfico 22. Razones para estar fuera de la fuerza de trabajo según sexo.**  
En porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

**Gráfico 23. Porcentaje de trabajadores con duración del desempleo superior a los seis meses.**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

Instituto

***La alta duración del desempleo puede impulsar la salida de trabajadores del mercado de forma temporal o permanente.***

En ausencia de medidas de política pública, los cambios en la participación laboral, especialmente si son fenómenos de larga duración, pueden tener efectos sobre el nivel de desempleo de largo plazo y sobre la eficiencia del mercado laboral. El recuadro 1 presenta la estimación de la tasa natural de desempleo para Costa Rica, sus implicaciones en la toma de decisiones de política monetaria y otros indicadores de holgura del mercado laboral que resultan relevantes para el análisis macroeconómico.

## Recuadro 1. Indicadores de holgura en el mercado laboral costarricense

Uno de los insumos centrales para el diseño de la política monetaria es la tendencia subyacente del desempleo. Las presiones de capacidad en el mercado laboral determinan la dinámica de la tasa de inflación y el crecimiento salarial. El grado de holgura que impera en el mercado laboral constituye una variable de interés para evitar incrementos en el desempleo estructural e identificar presiones inflacionarias.

Tradicionalmente, la literatura económica considera dos indicadores para medir excesos de capacidad en el mercado laboral. El primero es la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU por sus siglas en inglés), que indica el nivel más bajo de desempleo que la economía puede alcanzar sin generar presiones inflacionarias. Por su naturaleza, la NAIRU recoge factores cíclicos o temporales que interactúan con elementos estructurales y que determinan la relación entre el desempleo y la inflación. Intuitivamente, si el desempleo es atípicamente bajo, las empresas se ven forzadas a ofrecer salarios más altos para atraer trabajadores y, así, atender sus necesidades productivas. Las empresas buscarían transferir parte de este incremento en los costos laborales a los consumidores vía precios más altos. Si esta dinámica se torna sistemática, entonces se gestan presiones inflacionarias.

El segundo indicador es la tasa natural de desempleo, que captura la tendencia estacionaria y se determina por factores estructurales. En otras palabras, la tasa natural de desempleo responde a factores de largo plazo que moldean la dinámica del mercado de trabajo, tales como tendencias demográficas, factores institucionales, tecnología o descalces educativos entre la oferta y la demanda laboral. En el largo plazo, una vez que los choques de naturaleza temporal se disipan, la tasa NAIRU convergería a la tasa natural de desempleo.

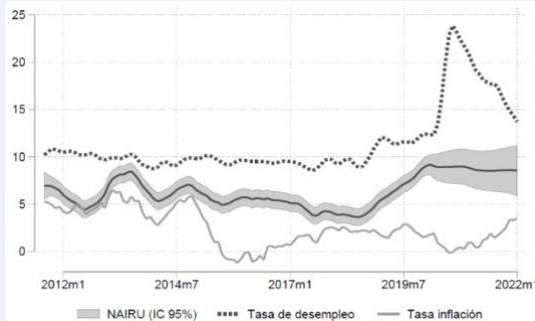
Garita y Sandoval (2022) utilizan datos costarricenses para estimar la tasa NAIRU y la tasa de desempleo natural (Gráfico 1.1). Además, la investigación calcula un nivel de empleo eficiente que incorpora conceptos de bienestar. Estas variables latentes se estiman con datos mensuales de fuentes tales como el INEC, Agencia Nacional de Empleo, Banco Mundial y BCCR.

La tasa NAIRU se estimó con un modelo lineal de estado-espacio que incluye una Curva de Phillips (que asocia la inflación con la brecha del desempleo), aumentada por expectativas. El modelo, además, controla por una variable de costos externos e incluye una variable dicotómica para considerar el inicio de la pandemia por COVID-19.

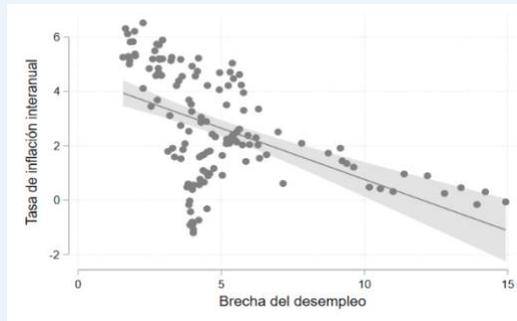
Los resultados de este ejercicio indican que la tasa NAIRU se mantuvo relativamente estable entre 2012 y 2019, alrededor de 5,7% (Gráfico 1.1). Sin embargo, desde 2020, dicha tasa ha aumentado en consonancia con el incremento histórico en la tasa de desempleo como resultado de los efectos adversos de la pandemia. Entre 2020 y 2021, la NAIRU se ha estabilizado alrededor de 8,8%. Adicionalmente, la tasa de desempleo observada se ha mantenido persistentemente por encima de la NAIRU durante los últimos diez años, coherente con las bajas tasas de inflación registradas durante dicho periodo. La pandemia por COVID-19 expandió las brechas de desempleo significativamente y, aunque la brecha se ha ido cerrando, en consonancia con la recuperación de la demanda interna y el repunte en la tasa de inflación, los niveles de desocupación se mantienen por encima de la NAIRU.

### Gráfico 1.1 Tasa NAIRU y brecha del desempleo e inflación

**A. Tasa de desempleo que no acelera la inflación**



**B. Brecha de desempleo e inflación (con respecto a la tasa de desempleo)**

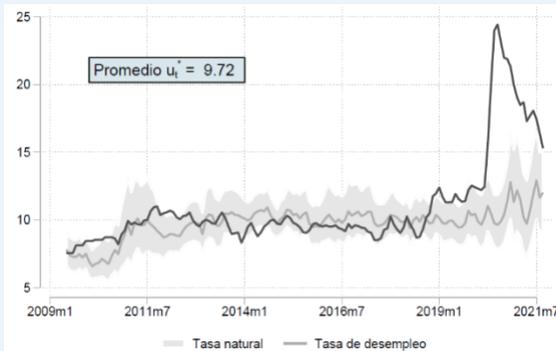


Fuente: Garita y Sandoval (2022) con base en datos de INEC, BM y BCCR.

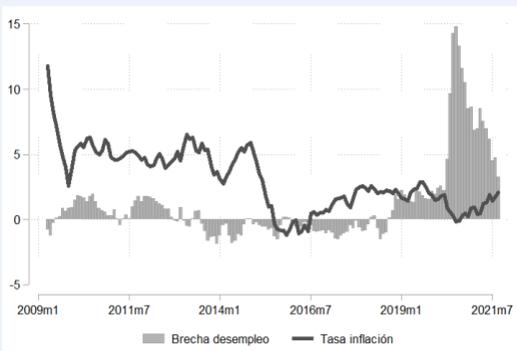
El segundo indicador estimado es la tasa natural de desempleo (Gráfico 1.2). La investigación utiliza un enfoque de flujos y el concepto de estacionariedad del desempleo para estimar una tendencia de largo plazo.

### Gráfico 1.2. Tasa natural de desempleo y brecha del desempleo

**A. Tasa natural de desempleo**



**B. Brecha de desempleo e inflación (con respecto a la tasa de desempleo)**



Fuente: Garita y Sandoval (2022) con base en datos de INEC, BM y BCCR.

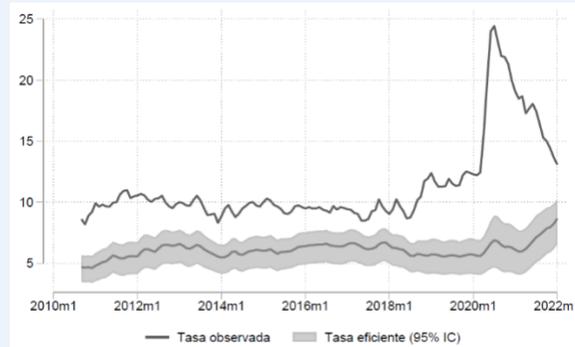
En particular, la tasa de desempleo observada saltó de un nivel promedio de 6,0% entre 2001 y 2008<sup>19</sup> a un promedio de 9,9% entre 2010 y 2019. La poca variabilidad de la tasa

<sup>19</sup> Entre 2001 y 2008, la tasa de desempleo se calculó con datos anuales de las Encuestas de Hogares de Propósitos Múltiples (EHPM) elaboradas por el INEC. Este instrumento fue reemplazado por la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) desde 2009, que incorpora algunos cambios conceptuales y operativos en la determinación de la condición de actividad (INEC, 2010). A partir de setiembre del 2010, el INEC publica también estadísticas trimestrales de empleo obtenidas mediante las Encuestas Continuas de Empleo (ECE). La tasa de desempleo calculada a partir del 2010 se basa en datos de la ECE.

de desempleo los diez años previos al inicio de la pandemia sugieren que el desempleo observado es estructural. Precisamente, Garita y Sandoval (2022) infieren una tasa natural de desempleo alrededor de 9,7%. Asimismo, la investigación muestra que la pandemia elevó la desocupación muy por encima de su tasa de largo plazo. El principal reto es evitar que tal desviación induzca a un incremento en la tasa natural de desempleo, es decir, que el nivel de largo plazo del desempleo sea mayor al registrado durante años previos, fenómeno que se le conoce como histéresis.

Adicionalmente, la investigación implementa la metodología seguida por Michaillat y Saez (2021) para estimar un nivel de desempleo congruente con conceptos de bienestar, pero que internaliza fricciones que hacen que reducir el desempleo sea costoso. La tasa de desempleo eficiente, como se le denomina, es función de tres estadísticos: la elasticidad de la Curva de Beveridge, el costo social del desempleo y el costo de reclutamiento. Los resultados indican que, en promedio, la tasa de desempleo eficiente es del 6,5%, por lo que existe espacio considerable para adoptar políticas públicas que reduzcan la desocupación mientras se mejora el bienestar (Gráfico 1.3).

**Gráfico 1.3 Tasa de desempleo eficiente**



Fuente: Garita y Sandoval (2022) con base en datos de ANE e INEC.

Finalmente, el Cuadro 1.1 condensa las estimaciones para la tasa de desempleo NAIKU ( $u^N$ ), la tasa natural, ( $u^*$ ) y la tasa eficiente ( $u^{ef}$ ). En general, la tendencia que más destaca es la convergencia entre la NAIKU y la tasa natural durante los años más recientes, lo cual sugiere que los niveles altos de desocupación que se han observado desde 2010 se han tornado estructurales. Asimismo, el nivel de desempleo ha estado persistentemente por encima de la tasa eficiente y de la NAIKU, lo que implica que hay espacio para que la política pública reduzca la capacidad ociosa en el mercado laboral en exceso.

El seguimiento de este tipo de indicadores resulta relevante para que el Banco Central pueda detectar a tiempo presiones de capacidad en el mercado laboral que tengan el potencial de comprometer sus objetivos, como lo es el cumplimiento de la meta de inflación. Más aún, un adecuado seguimiento comprende también la actualización oportuna de estos indicadores cuando las condiciones del entorno lo requieran y la disponibilidad de datos lo permita.

**Cuadro 1.1. Indicadores de tendencia del empleo**

Tasa de desempleo (%):	2010-2014	2015-2019	2020-2021
Observada (u)	9,75	9,96	17,73
NAIRU ( $u^N$ )	6,48	5,28	8,78
Natural ( $u^*$ )	9,30	10,06	10,91
Eficiente ( $u^{ef}$ )	5,80	6,12	6,69

Fuente: elaboración propia con datos de INEC, BM y BCCR.

***En el primer trimestre del 2022, el dinamismo de la actividad económica local y el deterioro de los términos de intercambio incidieron en un aumento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos respecto al mismo período del año previo.***

El aumento en el déficit de la cuenta corriente (a 1,6% del PIB en el primer trimestre del 2022, respecto a 0,4% del PIB en el primer trimestre del año previo) respondió, primordialmente, al mayor balance negativo de la cuentas de bienes, parcialmente compensado por el resultado superavitario de la cuenta de servicios (Cuadro 1).

En el deterioro de la cuenta de bienes incidió el dinamismo de la actividad económica local y la desmejora de los términos de intercambio, principalmente como resultado del aumento en el precio de las materias primas importadas. En este contexto, el valor de las importaciones de bienes aumentó de forma interanual un 42,6%, impulsado tanto por las compras del régimen definitivo (40,2%) como por las de los regímenes especiales (52,0%). Dentro del régimen definitivo destacaron las compras de hidrocarburos, otras materias primas y bienes de consumo.

Particularmente, en el primer trimestre del 2022, las compras de hidrocarburos registraron un crecimiento interanual de 96,1%, explicado por el mayor precio promedio de la mezcla de hidrocarburos (66,4%) y el mayor volumen de barriles (17,9%).

Por su parte, en este lapso, las exportaciones de bienes registraron un incremento interanual de 17,3%, principalmente, de las empresas adscritas a regímenes especiales de comercio (22,9%), donde destaca la mayor demanda de dispositivos médicos. Además, se consolidó el proceso de recuperación de las ventas de bienes del régimen definitivo, que crecieron 11,0% (promedio trimestral de 1,3% en el periodo 2017-2019), en especial de productos manufacturados.

La cuenta de servicios fue más superavitaria en 0,7 p.p. del PIB con respecto al mismo período del año previo, por la recuperación de la cuenta neta de viajes asociada a la flexibilización de las medidas sanitarias. Por su parte, el resto de los servicios registró una relación en términos del PIB similar a la observada un año antes, principalmente, por el dinamismo de las actividades de apoyo empresarial, telecomunicaciones, informática e información, aunque compensado por el mayor déficit de la cuenta de transportes, producto del aumento en el costo del transporte marítimo de mercancías debido a la crisis de contenedores.

En el primer trimestre del 2022 el déficit en la cuenta de ingreso primario alcanzó 1,8% del PIB (1,6% el año previo), particularmente explicado por la renta de la inversión directa (mayores flujos de dividendos al resto del mundo), en especial de la actividad manufacturera, en tanto que el componente de intereses de la deuda pública externa fue similar al registrado un año antes (0,3% del PIB).

***En la cuenta financiera se registró una mayor afluencia de flujos financieros netos hacia el país, los cuales fueron más que suficientes para financiar la brecha negativa de la cuenta corriente.***

En efecto, en el primer trimestre del año, el país registró un financiamiento externo neto equivalente a 1,9% del PIB (0,3% del PIB el año anterior), en mayor medida, explicado por el ingreso neto de recursos hacia el sector privado (1,6% del PIB), dado que el

financiamiento hacia el sector público mantuvo un nivel similar al observado 12 meses antes (0,3% del PIB).

En lo que respecta al sector privado, destacan los inlujos de inversión directa (1,2% del PIB, similar a lo observado un año antes), destinados a la actividad manufacturera (en especial para empresas de implementos médicos y de alta tecnología). Adicionalmente, el resto del capital privado registró inlujos del orden de 0,4% del PIB, en contraste con la salida de recursos observada en el primer trimestre del 2021 de 1,3% del PIB.

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

	Millones de USD		%del PIB	
	I Trimestre		I Trimestre	
	2021	2022 <sup>1/</sup>	2021	2022 <sup>1/</sup>
<b>I Cuenta corriente</b>	<b>-262</b>	<b>-1 064</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>
A. Bienes	-584	-1 699	-0,9	-2,6
Exportaciones FOB	3 427	4 019	5,3	6,1
Importaciones CIF	4 011	5 719	6,2	8,7
Hidrocarburos	287	563	0,4	0,9
B. Servicios	1 255	1 690	1,9	2,6
Viajes	168	568	0,3	0,9
C. Ingreso Primario	-1 057	-1 183	-1,6	-1,8
Intereses de la deuda pública externa	-183	-206	-0,3	-0,3
Resto del ingreso primario	-874	-977	-1,4	-1,5
D. Ingreso Secundario	124	128	0,2	0,2
<b>II Cuenta de Capital</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)</b>	<b>-258</b>	<b>-1 060</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>
<b>III Cuenta financiera</b>	<b>-210</b>	<b>-1 282</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,9</b>
Sector Público	-179	-204	-0,3	-0,3
Sector Privado	-32	-1 078	0,0	-1,6
Pasivos de Inversión Directa	-859	-821	-1,3	-1,2
<b>IV Activos de Reserva</b>	<b>-48</b>	<b>222</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>
<b>Saldo de Activos de Reserva</b>	<b>7 174</b>	<b>7 060</b>	<b>11,1</b>	<b>10,7</b>

1/ El primer trimestre del 2022 es preliminar

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Por su parte, el sector público registró inlujos netos de ahorro externo del orden del 0,3% del PIB, primordialmente por desembolsos netos de deuda externa (0,8% del PIB), parcialmente compensados por las salidas netas de recursos, en mayor medida, por la constitución de activos externos por parte de los bancos públicos (0,4% del PIB).

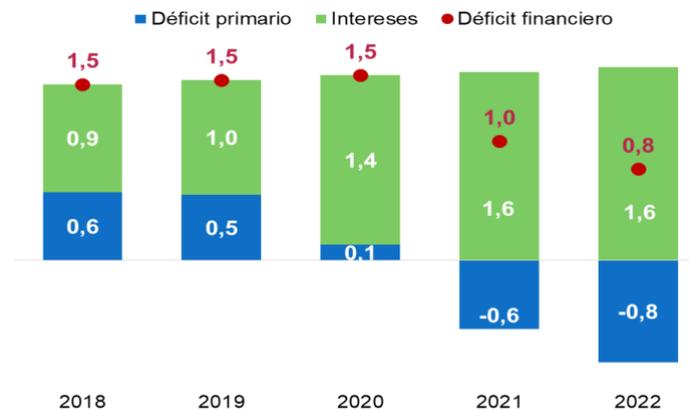
El acceso al ahorro de no residentes permitió financiar el resultado conjunto en las cuentas corriente y de capital y, conllevó una acumulación de activos de reserva de USD

222 millones<sup>20</sup>, con lo que su saldo al finalizar el trimestre se ubicó en USD 7.060 millones, equivalente a 10,7% del PIB.

*Hubo una mejora sostenida en los resultados fiscales que se manifestó, en el primer trimestre del 2022, en un mayor superávit primario y un menor déficit financiero con respecto a igual lapso de un año antes.*

A marzo del 2022 el Gobierno Central (GC) acumuló un superávit primario equivalente a 0,8% del PIB, en tanto que el déficit financiero se ubicó en 0,8% del PIB, 0,6% y -1,0% un año antes respectivamente (Gráfico 24). Este comportamiento respondió tanto a la mayor recaudación tributaria asociada a la recuperación de la actividad económica y a los rendimientos de la reforma tributaria introducida por la Ley 9635 de diciembre del 2018, como a la contención en el gasto primario (gasto total menos intereses), debido a la aplicación de la regla fiscal. Sin embargo, ese efecto fue más que compensado por el mayor pago de intereses, que representó alrededor del 52% del aumento en los gastos totales.

**Gráfico 24. Gobierno Central: resultados financiero, primario e intereses**  
Porcentaje del PIB a marzo de cada año

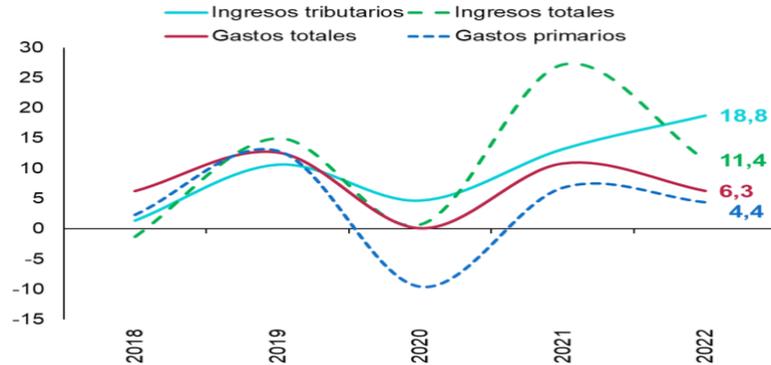


Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

Los ingresos tributarios crecieron un 18,8% (13,2% en el 2021). Destacaron los ingresos recaudados por concepto de ventas (interno y aduanas), que se incrementaron un 23,0% (2,6% un año antes), renta (17,1% contra 30,4% en marzo del 2021) y otros ingresos tributarios (9,4%), estos últimos determinados, en mayor medida, por los impuestos a los combustibles y a la propiedad de vehículos. Dado lo anterior, los ingresos totales crecieron 11,4% en marzo del 2022, un 27,2% un año antes (Gráfico 25).

<sup>20</sup> La variación en el saldo de los activos de reserva sin ajustes de metodología fue USD 138,5 millones. Lo anterior se compone de un efecto transacción de USD 222 millones y una pérdida por valoración de USD 83,5 millones. Los ajustes de metodología corresponden a cambios por valoración (precio y tipos de cambio).

**Gráfico 25. Gobierno Central: ingresos y gastos totales**  
Variación interanual a marzo de cada año



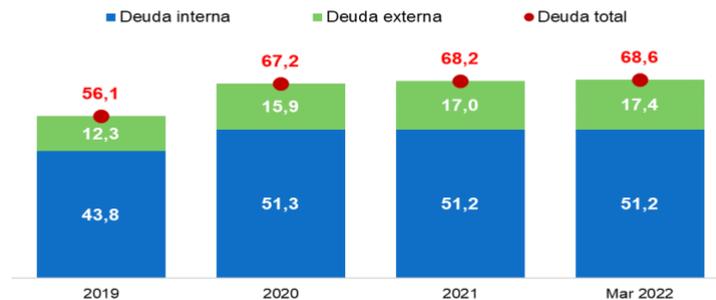
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

Por su parte, el gasto primario creció 4,4% (6,8% un año antes), principalmente, como resultado de la contención de los gastos corrientes primarios. Sin embargo, el rubro de intereses aumentó 10,9%, para alcanzar un 1,6% del PIB, lo cual llevó a un crecimiento de los gastos totales de 6,3% (10,9% en el año previo).

*El financiamiento neto acumulado del Gobierno Central se ejecutó mayormente mediante la colocación neta de títulos de deuda interna.*

En los tres primeros meses del 2022 el Gobierno Central se financió mediante la colocación de bonos deuda interna en el sector privado (1,3% del PIB), créditos externos (0,8% del PIB) y el uso de parte de sus depósitos en el BCCR (0,7% del PIB). Ello llevó a un incremento (0,4 p.p.) en su razón de deuda respecto a diciembre pasado, para alcanzar preliminarmente 68,6% del PIB<sup>21</sup> en marzo pasado (Gráfico 26).

**Gráfico 26. Gobierno Central: razón de deuda**  
Porcentajes del PIB



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

<sup>21</sup> La razón de deuda a marzo del 2022 toma como referencia el PIB móvil mensual estimado para este año.

*Si bien, como consecuencia del aumento en la TPM, la deuda interna se ha colocado a tasas de interés ligeramente mayores en relación con diciembre del 2021, los buenos resultados fiscales han permitido una mejora de la confianza en mercados.*

En cuanto al costo de la deuda gubernamental, a pesar de los ajustes a la Tasa de Política Monetaria realizados por el BCCR desde diciembre 2021 y al posible impacto de la guerra Rusia-Ucrania, los buenos resultados fiscales y la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones se continuó manifestando durante el inicio del 2022, lo que permitió una relativa estabilidad en las tasas de interés durante el primer trimestre y que los incrementos fueran relativamente pequeños. Al comparar las tasas de referencia asignadas en marzo del 2022 en el mercado local con respecto a las tasas de diciembre pasado (o a las últimas asignadas en el 2021), el ajuste en todos los plazos en colones ha sido de entre 3 y 80 p.b. y en el caso de la moneda extranjera entre 70 y 82 p.b.

Los buenos resultados fiscales en el 2021 y en lo que transcurre del 2022, que exceden ampliamente las metas indicativas en el convenio con el FMI, han permitido una mejora significativa en la confianza de los mercados, que se ha mostrado en una reducción sistemática en los diferenciales entre los rendimientos de los bonos soberanos de Costa Rica y los del resto de América Latina, así como en una mejora de la perspectiva para la calificación de la deuda costarricense por parte de las principales agencias calificadoras. Además, el sólido desempeño macroeconómico y fiscal del país, en conjunto con la aprobación legislativa de la Ley Marco de Empleo Público, llevaron al FMI a aprobar en marzo de este año la primera y la segunda revisión del programa, y a desembolsar el segundo tracto del crédito, lo cual ha cimentado aún más la confianza de los mercados.

*En línea con lo anterior Fitch Rating y Standard & Poor's mejoraron la calificación de riesgo de Costa Rica de "negativa" a "estable".*

En efecto, en marzo del presente año, las calificadoras de riesgo Fitch Rating y Standard & Poor's, mejoraron la calificación de la deuda soberana de Costa Rica de "negativa" a "estable". Previamente, en diciembre del 2021, la calificadora Moody's también había revisado al alza la perspectiva crediticia de Costa Rica, de negativa a estable. El cambio, de acuerdo, con las calificadoras se debe a los mejores resultados fiscales y de actividad económica, luego del choque del 2020 relacionado con la pandemia.

De hecho, de mantenerse el proceso de consolidación fiscal, es probable que se continúe mejorando los niveles de calificación de riesgo soberano del país y con ello siga la reducción de la brecha entre la prima de riesgo exigida a Costa Rica y sus pares de América Latina.

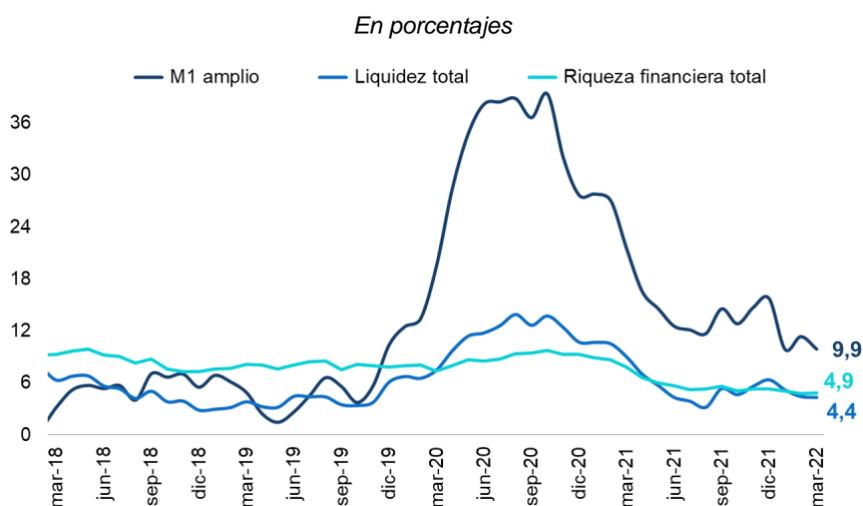
### 1.3. Condiciones financieras

*En el primer trimestre del 2022 ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, continuó desacelerándose, mientras que el crédito al sector privado en moneda nacional mantuvo su dinamismo.*

Al finalizar el primer trimestre del 2022 los agregados monetarios mostraron tasas de crecimiento anual inferiores a las observadas en el mismo periodo del año previo. La base monetaria disminuyó cerca de  $\text{¢}212$  mil millones (crecimiento interanual de 0,5%), variación trimestral explicada, principalmente, por el incremento en la posición deudora neta del Banco Central en el MIL (reflejo de la permanencia de excesos de liquidez en el sistema financiero), el aumento en el saldo de los depósitos del Gobierno en el BCCR y la venta neta de dólares en el mercado cambiario para atender los requerimientos del SPNB. Estos movimientos fueron parcialmente compensados por la caída en el saldo de las operaciones de mercado abierto (BEM y DEP), el aumento en los depósitos de otras instituciones financieras y el pago de intereses sobre la deuda interna.

El medio circulante amplio (M1A) registró un crecimiento interanual de 9,9% al finalizar marzo (21,5% en igual mes de un año atrás), mientras que la liquidez total y la riqueza financiera total crecieron en torno a 4,5% (8,5% en marzo del 2021). Si bien en los primeros meses del 2021 se mantuvo la preferencia de los agentes económicos por activos líquidos (por motivos precautorios), conforme la actividad económica se ha recuperado y la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia ha disminuido la demanda por liquidez ha tendido a moderarse, lo cual se aprecia en la desaceleración de la tasa de crecimiento del M1 amplio. (Gráfico 27).

**Gráfico 27. Medio circulante amplio, liquidez total y riqueza financiera total: variación interanual**

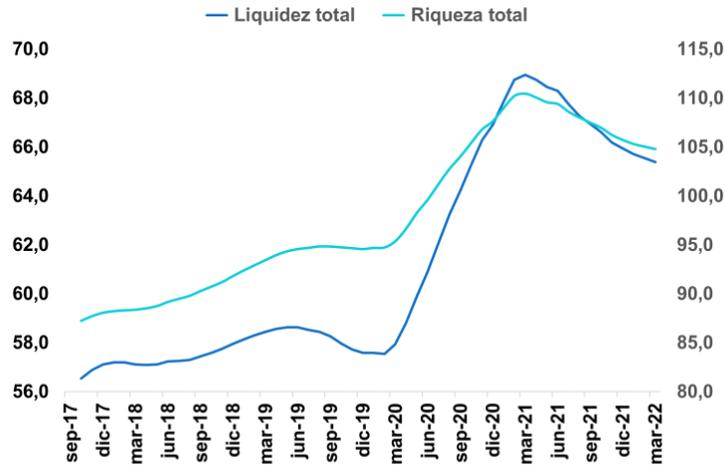


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Tanto la liquidez total como la riqueza financiera total crecen a un ritmo moderado y menor a la tasa de crecimiento estimada para el PIB nominal, por lo que su relación al PIB ha caído (Gráfico 28).

**Gráfico 28. Relación entre agregados amplios y el PIB**

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

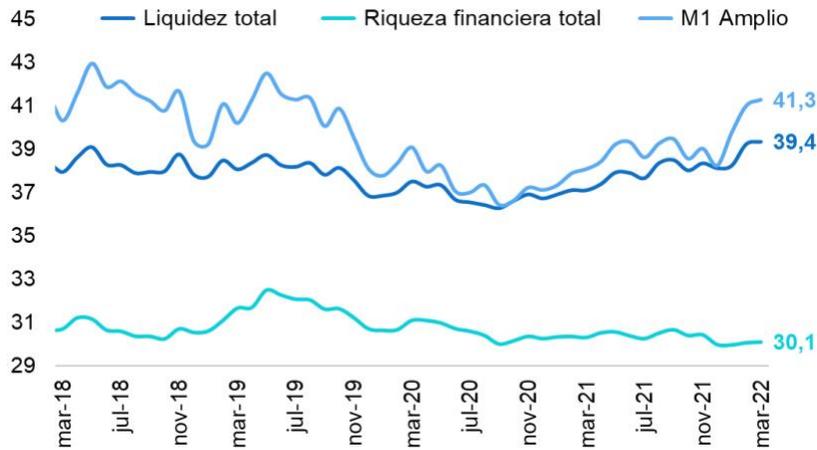
***Los ahorrantes mostraron una mayor preferencia por activos líquidos denominados en moneda extranjera, pero la proporción en dólares de la riqueza financiera privada se mantuvo relativamente constante.***

Al término del primer trimestre del 2022 la participación relativa del componente en moneda extranjera en el M1 amplio y la liquidez total aumentó respecto a lo observado en el mismo periodo de 2021 (en 3,2 p.p. y 2,3 p.p., en su orden), pero no mostró cambios importantes en la riqueza financiera total y privada (Gráfico 29). Incidió en este resultado la estrategia de financiamiento aplicada por la Tesorería Nacional en los últimos meses, concentrada principalmente en títulos denominados en colones. Con ello, buena parte de los vencimientos de títulos en dólares colocados en el mercado local no fueron renovados, fondos que es de suponer pudieron ser trasladados, parcialmente, a depósitos en los intermediarios financieros (lo que se refleja en el incremento de la participación del componente en dólares en el M1A y la liquidez total) y a la adquisición de activos externos por parte de ahorrantes institucionales como los fondos de pensión<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Al incluir las inversiones en activos externos de las operadoras de pensiones complementarias en un agregado de riqueza financiera privada ajustado se observa un incremento en la participación relativa del componente del ahorro en dólares (de 39,1% en febrero 2021 a 39,9% en febrero de 2022).

**Gráfico 29. Medio circulante amplio, Liquidez (LT) y riqueza financiera total: participación del componente en moneda extranjera**

En porcentajes

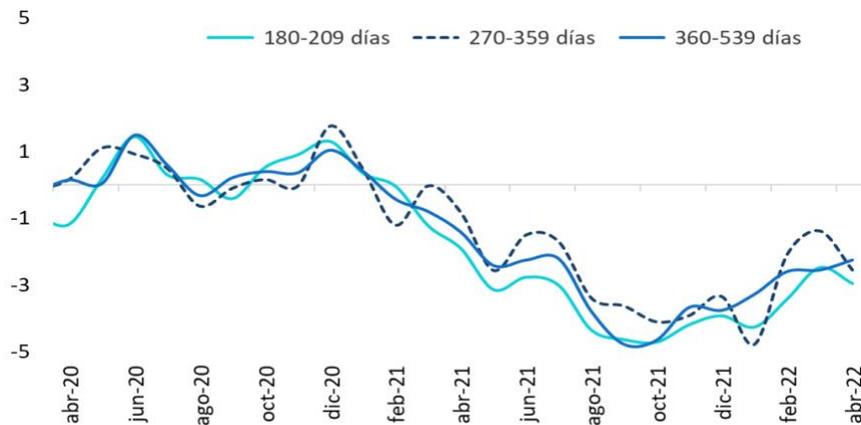


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La mayor preferencia de los ahorrantes por activos líquidos denominados en moneda extranjera es coherente con la evolución del premio por ahorrar en moneda nacional, el cual, a pesar de su reciente recuperación, continúa mostrando valores negativos (Gráfico 30). Esos bajos niveles del premio son consecuencia tanto del comportamiento de las tasas de interés pasivas en colones (que, aunque han aumentado se mantienen bajas) como de las expectativas de la variación del tipo de cambio del dólar, que continúan altas.

**Gráfico 30. Premio por ahorrar en moneda nacional por plazo<sup>1</sup>**

En puntos porcentuales



<sup>1</sup>Calculado con las expectativas de variación del tipo de cambio estimada a partir de las negociaciones de títulos valores de deuda interna en moneda nacional a 6, 9, 12, 24, 36 y 60 meses emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, en los mercados primario y secundario locales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

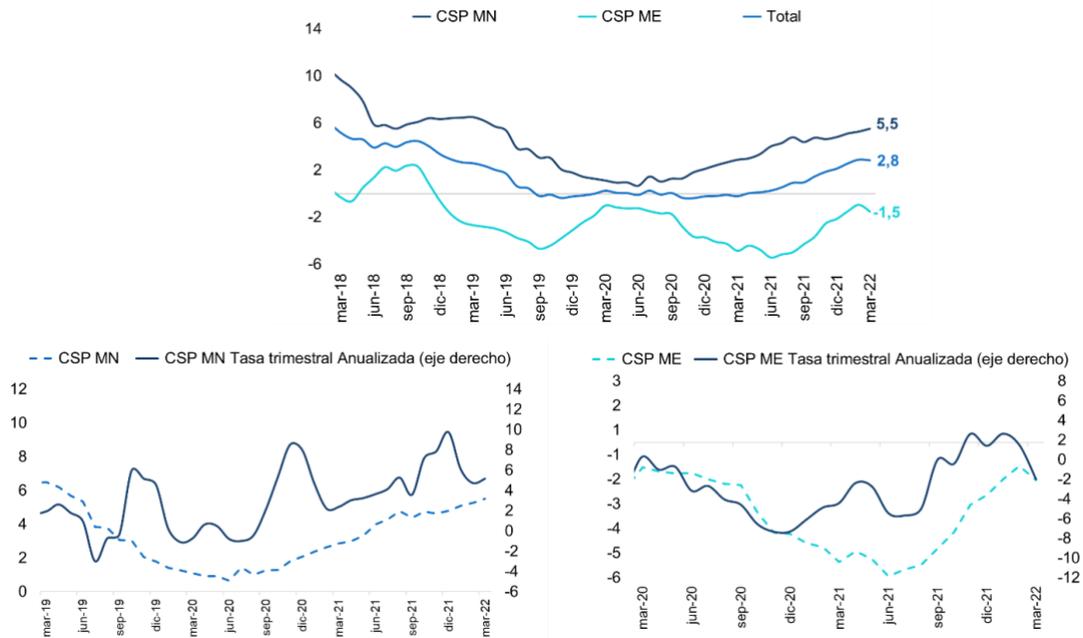
### El crédito al sector privado continúa en aumento.

En línea con la mejora observada en la actividad económica y el empleo, el crédito al sector privado (CSP) continuó mostrando signos de recuperación. En efecto, al término del primer trimestre del 2022 el CSP total presentó una tasa crecimiento anual de 2,8%<sup>23</sup> (-0,2% en marzo del 2021), resultado, principalmente del mayor dinamismo del crédito en colones, que mostró un incremento anual de 5,5% (superior a lo observado en igual lapso de los años 2020 y 2021). Por otra parte, el CSP en moneda extranjera presentó una contracción de 1,5%.

Debe indicarse, no obstante, que la contracción del crédito en moneda extranjera resultó menor que la observada en el mismo periodo del año anterior (-4,9%). Lo anterior se refleja en el comportamiento de la tasa de variación trimestral anualizada del crédito en ambas monedas que muestran un mayor dinamismo o, en el caso del crédito en dólares, al menos una tendencia hacia una menor contracción (Gráfico 31). En efecto, el análisis de fuentes y usos de los intermediarios financieros al primer bimestre del año muestra que los fondos provenientes de las obligaciones con el público se han destinado principalmente al aumento de los activos externos netos y al otorgamiento de crédito tanto en colones como en dólares.

### Gráfico 31. Crédito al sector privado por moneda<sup>1</sup>

Variación interanual en porcentajes y variación trimestral anualizada



<sup>1</sup>Cifras sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>23</sup> Este crecimiento resulta moderado si se le compara con el crecimiento nominal estimado para la economía, toda vez que el crecimiento nominal del PIB estimado para este año es de 8,0%.

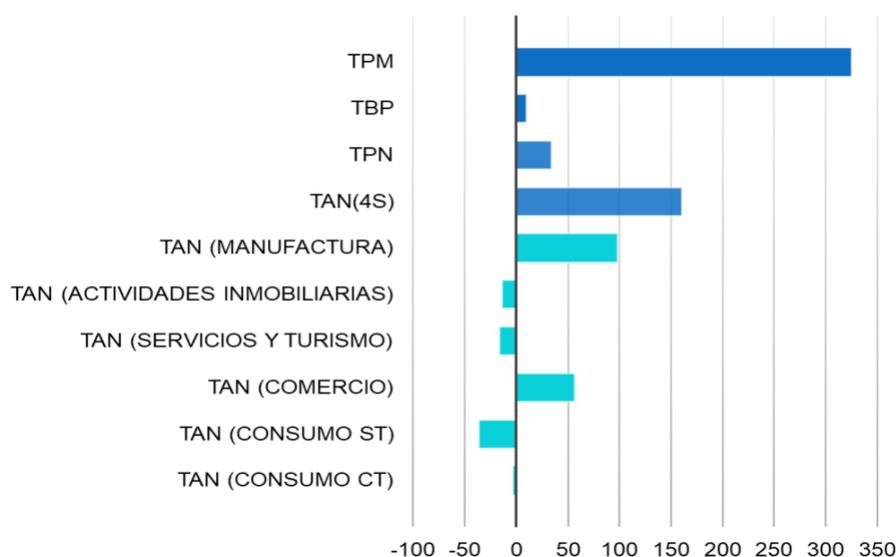
Además, la evolución del CSP por monedas implicó la desdolarización de la cartera de crédito, toda vez que la participación relativa del crédito en dólares en la cartera total disminuyó, al pasar de 38,0% en marzo del 2021 a 36,4% en marzo del presente año.

*El crédito al sector privado en moneda nacional ha sido estimulado por tasas de interés que continúan bajas, aunque con leves ajustes al alza en línea con los aumentos de la TPM.*

Dado el comportamiento observado en meses recientes en la tasa de inflación, el BCCR dispuso orientar su política monetaria hacia una postura más restrictiva. Así entre el 15 de diciembre del 2022 y abril ajustó al alza la TPM en 325 puntos base<sup>24</sup>, lo cual ha llevado a que las tasas de interés en colones del sistema financiero muestren ligeros aumentos, pero permanezcan en niveles relativamente bajos (Gráfico 32).

### Gráfico 32. Tasa de política monetaria, Tasa básica pasiva, tasa de interés pasiva y tasas de interés activas por tipo de actividad

Variación entre el 16 de diciembre del 2021 y el 27 de abril del 2022, en porcentajes



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>24</sup> En artículo 9 de la sesión 6057-2022 del 27 de abril del 2022, La Junta Directiva del BCCR dispuso aumentar la Tasa de Política Monetaria en 150 puntos base para ubicarla en 4,0% a partir del 28 de abril del 2022.

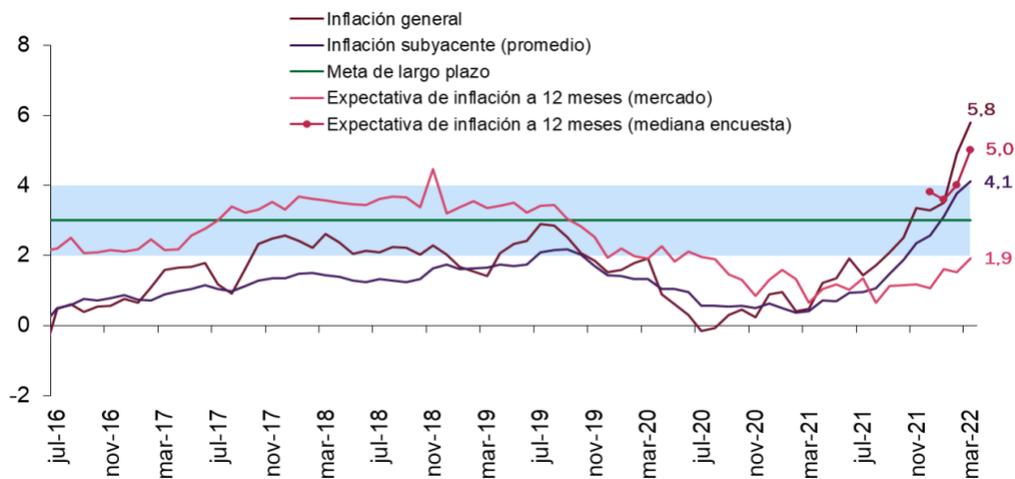
En efecto al 27 de abril del 2022, la tasa de interés activa negociada (TAN promedio móvil de cuatro semanas) en colones se ubicó en 10,1%, 161 puntos base superior a la tasa observada el 15 de diciembre del 2021 (fecha previa al primer ajuste al alza en la TPM). El aumento en las tasas de interés pasivas ha sido más moderado. Así, la tasa pasiva negociada y la tasa básica pasiva (TBP) se ubicaron en 3,7% y 2,90%, 34 y 10 puntos base superior a las observadas 15 de diciembre del 2021). Si se analizan las tasas sobre préstamos por rama de actividad, se observaron aumentos en las actividades de manufactura y comercio, principalmente.

## 1.4. Inflación

***La inflación general y el promedio de indicadores de inflación subyacente excedieron el límite superior del rango de tolerancia para la meta de inflación.***

La aceleración de la inflación general y del promedio de indicadores de inflación subyacente observada en el 2021 se acentuó en los primeros tres meses del 2022. Desde febrero pasado, la inflación, medida por la variación interanual del IPC, se ubicó por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta ( $3,0\% \pm 1$  p.p.), situación no observada desde enero del 2015. El promedio en el trimestre fue de 4,7% en términos interanuales (3,1% en el trimestre previo), con una tasa de 5,8% en marzo. La tendencia al alza también se registró en el promedio de indicadores de inflación subyacente, el cual mostró en el trimestre en cuestión una variación interanual media de 3,7% (4,1% en marzo), desde 2,3% en el cuarto trimestre del 2021 (Gráfico 33).

**Gráfico 33. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas**  
*Variación interanual, en porcentajes*



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

El comportamiento al alza de la inflación responde fundamentalmente al impacto de la inflación importada, que combina el efecto de los mayores precios internacionales de las materias primas y de los bienes en general, los mayores costos del transporte marítimo y el aumento en el tipo de cambio. Del crecimiento interanual de los precios a marzo,

aproximadamente una quinta parte corresponde al incremento en los precios de combustibles. La mayor inflación importada se acentuó por la guerra entre Rusia y Ucrania. En el recuadro 2, se analizan los efectos internos de ese conflicto, sobre inflación y otras variables económicas.

A las presiones inflacionarias externas se le suman, a lo interno, la baja inflación registrada en el segundo semestre del 2020 y que continuó en los primeros tres meses del 2021 debido al impacto de la pandemia (presencia de efectos base), el repunte de la demanda interna y la desaparición gradual de algunas fuerzas desinflacionarias presentes en la economía costarricense desde el 2019 y que se acentuaron en el 2020 por la pandemia (brechas de producto y de empleo). Por ejemplo, dado el fuerte ritmo de la recuperación económica a partir del segundo semestre del 2021, se estima que la brecha de producto negativa (es decir, la diferencia entre el nivel de producción y su potencial) ha tendido a cerrarse, lo cual reduce la presión a la baja sobre los precios y los salarios. A lo anterior, se le sumó el aumento del tipo de cambio.

En lo que respecta a las expectativas de inflación, la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía y empresarios<sup>25</sup> sugiere valores con un comportamiento creciente desde febrero del 2022. Particularmente, la encuesta realizada en marzo pasado ubicó la mediana de este indicador a 12 y 24 meses en 5,0%.

***En línea con la naturaleza esencialmente importada de esas presiones, la aceleración de la inflación ha venido dada, en mayor medida, por el aumento de los precios de los bienes, no así de los servicios.***

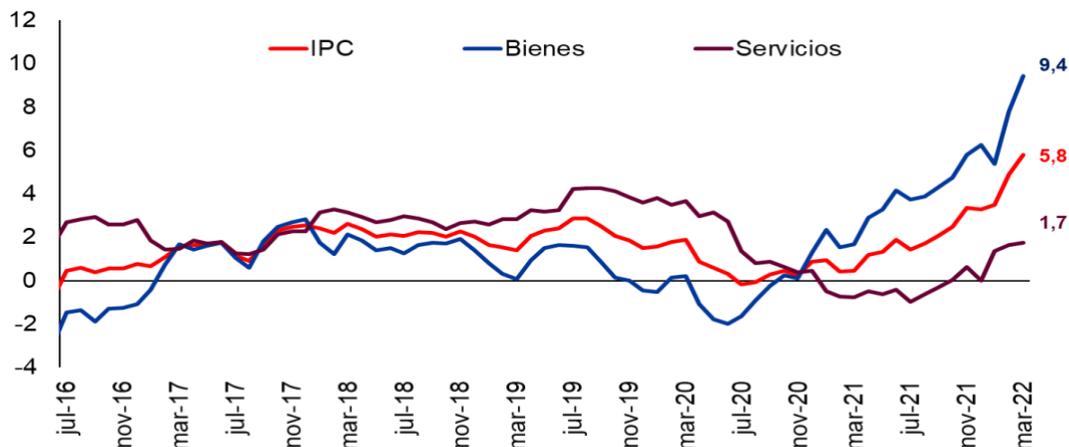
Desde diciembre del 2020 el aumento en el precio de los bienes ha sido marcadamente mayor al de los servicios, aunque estos últimos muestran un repunte reciente. En lo que transcurre del primer trimestre del 2022, el incremento promedio de precios de los bienes fue de 7,6% (9,4% en marzo), mucho mayor que el de los servicios (1,6% en el trimestre en cuestión y 1,7% en marzo) Gráfico 34.

En línea con lo anterior, en los seis meses terminados en marzo pasado, alrededor de un 91% de la inflación general es explicada por el aporte de la inflación de bienes. Particularmente, en marzo el aporte de estos últimos fue de 5,0 p.p., mientras que el de los servicios alcanzó 0,8 p.p.

---

<sup>25</sup> En diciembre del 2021 el BCCR retomó la encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio. Ver comunicado de prensa: Banco Central reanuda Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio.

**Gráfico 34. Inflación general según bienes y servicios**  
Variación interanual en porcentajes



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

**La inflación de bienes fue explicada, mayormente, por el aumento en el precio de los alimentos y de los combustibles.**

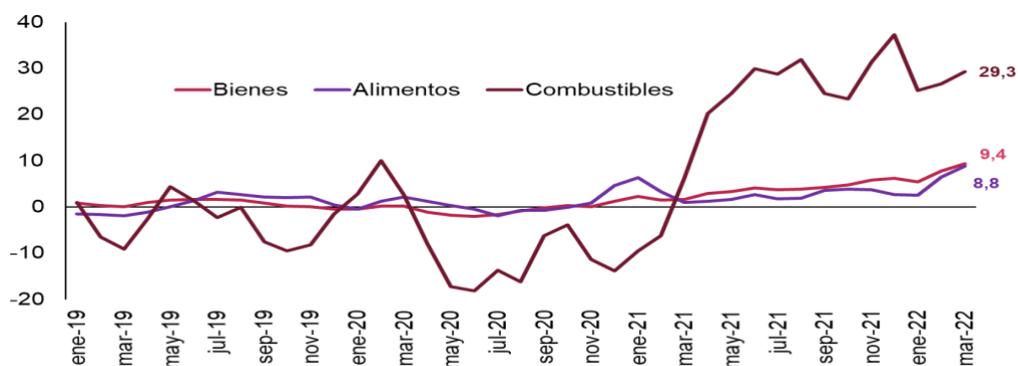
Durante el 2021 la variación interanual promedio de los precios de los alimentos fue de 2,8%. Sin embargo, desde el tercer cuatrimestre de ese año mostró una tendencia creciente (tasa promedio de 3,4%), situación que persistió en el primer trimestre del 2022, cuando alcanzó 5,9% en términos interanuales y 8,8% en marzo<sup>26</sup> (Gráfico 35). Los incrementos de precios señalados reflejan en parte los precios altos de los granos básicos en el mercado internacional, los cuales en el trimestre en cuestión registraron en promedio una variación interanual en torno a 22,4%, a lo que se sumó el aumento en el tipo de cambio.

En marzo la inflación de alimentos superó en 3,0 p.p. la inflación general (5,8%) y explicó un 32,8% del resultado del indicador general. Con ello, es de esperar que los consumidores de ingresos bajos experimenten un mayor impacto, al tener una canasta de consumo más intensiva en alimentos.

<sup>26</sup> En los primeros tres meses del año los principales aportes en términos porcentuales al crecimiento del precio de los alimentos provino de las carnes (14,4%), aceites y grasas (6,3%), productos lácteos y huevos (4,8%) y pan y productos de panadería (4,5%). Lo anterior fue atenuado por el aporte negativo de los bienes de origen agrícola (-13,6%).

Por su parte, el precio de los combustibles registró desde marzo del 2021 una acentuada aceleración, para un promedio interanual en ese año de 20,2% (-7,7% en 2021) y de 27,1% en el primer trimestre del 2022 (29,3% en marzo). Así, el aumento del precio de los combustibles contribuyó con alrededor de un 22% de la inflación general al término del primer trimestre del 2022.

**Gráfico 35. Inflación de bienes, alimentos y combustibles**  
Variación interanual en porcentajes



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

La evolución del precio de los combustibles se asocia en mayor medida con el incremento en los precios de los derivados del petróleo, a lo que se suma la depreciación del colón con respecto al dólar. En este precio, incluido dentro del componente regulado del IPC, la transmisión de las variaciones de los precios de los hidrocarburos que importa el país es directa, aunque con un rezago de poco más de un mes<sup>27</sup>. Aunado a lo anterior, los precios de los derivados del petróleo también tienen un impacto indirecto sobre el precio y tarifas de otros componentes regulados de la canasta del IPC, entre ellos el transporte terrestre (autobús y taxi) y el servicio de electricidad<sup>28</sup>.

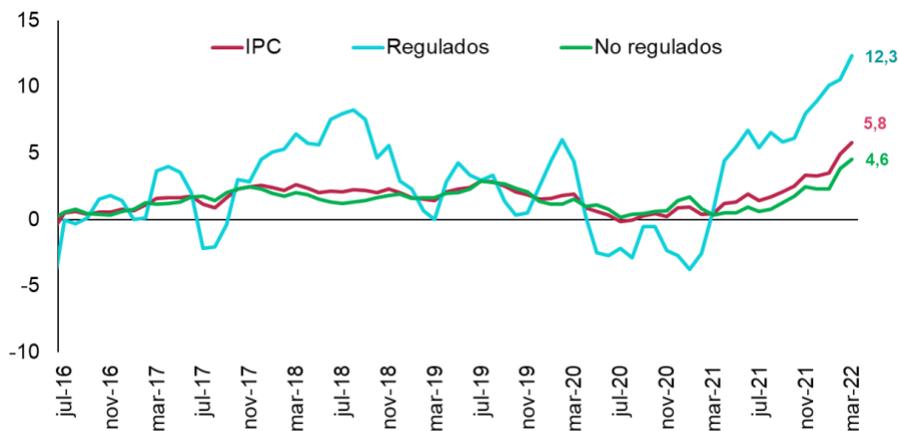
<sup>27</sup> Con base en la “Metodología tarifaria ordinaria y extraordinaria para fijar el precio de los combustibles derivados de los hidrocarburos en planteles de distribución y al consumidor”, el segundo viernes de cada mes, Recope solicita el ajuste respectivo para el mes siguiente ante la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos. La fórmula de ajuste extraordinaria actualiza, entre otras variables, los precios internacionales de los combustibles y el tipo de cambio. Cada dos meses se actualiza el valor de la diferencia de precios (rezago tarifario) y cada tres, el impuesto único sobre los combustibles.

<sup>28</sup> La metodología de ajuste en la tarifa de electricidad, de aplicación trimestral, reconoce el costo en que incurren los proveedores de servicios de electricidad al generar electricidad con diésel y búnker, el cual es denominado “costo variable por combustible”. Debido a su contribución al costo del transporte, los precios de los combustibles también se transmiten a los de muchos otros bienes y servicios en la economía.

**La inflación es mayor en el componente regulado del IPC, reflejo en buena medida del alza en los precios de los combustibles.**

Al desagregar la inflación general por componentes regulado y no regulado (Gráfico 36), se observa una fuerte alza en el primero, y más moderada en el segundo. Específicamente, en el primer trimestre del 2022 el componente regulado registró una variación interanual promedio de 11,0%, influida principalmente por el aumento de 27,1% en el precio local de los combustibles (diésel y gasolinás) y de 9,3% en el precio de la electricidad.

**Gráfico 36. Inflación general y por componentes regulado y no regulado**  
Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Por su parte, la inflación interanual de los bienes y servicios no regulados, luego de ubicarse en enero pasado en 2,3%, tasa similar al promedio del 2021 (2,2%), mostró un mayor impacto sobre la inflación en los siguientes dos meses, con tasas de 3,9% y 4,6% respectivamente. En los resultados de febrero y marzo del año en curso influyó el aumento en los precios de los alimentos, ya comentado.

**Persiste la tendencia al alza en los precios al productor, lo que podría presionar aún más la inflación al consumidor.**

El Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) se aceleró fuertemente durante el 2021 y desde agosto de ese año su variación interanual se ubicó en dos dígitos. Particularmente, en el primer trimestre del 2022 la tasa de variación promedio fue de 14,76% (13,3% en el cuarto trimestre del año previo), con un valor de 15,0% en marzo (Gráfico 37).

Al desagregar este indicador, la aceleración es más pronunciada en productos no alimenticios, aunque los alimenticios desde enero pasado presentan tasas de crecimiento de dos dígitos (variación interanual de 18,9% y 11,8%, respectivamente en marzo del 2022). En los primeros, el comportamiento fue explicado por los precios de los productos de plástico, papel, hierro y acero, que en forma agregada aportaron 33,3% al crecimiento del IPP-MAN entre enero y marzo del 2022. En el caso del componente alimenticio, la

mayor contribución provino de las carnes y productos agrícolas, así como los productos de molinería, azúcar y café, que en conjunto contribuyeron con un 38,8% en igual periodo.

Esta situación, tal como se ha señalado en otros informes, es consecuente con el alto precio de las materias primas en el mercado internacional<sup>29</sup>, el aumento en el costo de los fletes marítimos, problemas en las cadenas de suministro y la depreciación del colón.

### Gráfico 37. Inflación general e inflación al productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

Por otra parte, al considerar el IPP\_MAN por tipo de bien para el mercado interno, el componente con mayor variación ha sido el de precios al productor de bienes intermedios. Sin embargo, el subíndice de precios al productor de bienes de consumo final, que es el que podría tener mayor incidencia sobre los precios al consumidor, también ha mostrado una aceleración importante en el primer trimestre del 2022, con una variación interanual de 9,3% en marzo, superior en 2,9 p.p. en relación con diciembre del 2021. El traslado del aumento de los precios al productor hacia los precios al consumidor puede ser mayor en la medida en que mejore el consumo de los hogares, los márgenes de comercialización se recuperen, los excesos de inventarios disminuyan y la brecha del producto alcance valores positivos, elementos que influyen en la causalidad de precios mayoristas a minoristas. También la percepción de que el aumento en el costo de los insumos es más persistente podría llevar a los productores a trasladarlo en mayor grado a los consumidores.

<sup>29</sup> Pese a la desaceleración desde una tasa interanual de 139,2% en abril del 2021 a 38,7% en marzo pasado.

## Recuadro 2. Impacto en la economía nacional de la guerra en Ucrania

Los lazos comerciales directos de Costa Rica con Rusia y Ucrania son reducidos. No obstante, es de esperar que el conflicto bélico entre esas naciones tenga un impacto sobre la economía costarricense, el cual se transmitiría por dos canales: el comercial y el financiero.

A nivel mundial, Rusia destaca entre los principales productores de hidrocarburos (petróleo y gas natural) y de productos químicos (fertilizantes), mientras que Ucrania en la producción de aceite de girasol. Por otra parte, estos países son líderes en la producción de alimentos (granos básicos) y metales (principalmente aluminio, acero, níquel, paladio, cobre y platino). El intercambio comercial de Costa Rica con ambas naciones se concentra en la exportación de piña y banano, y en la importación de abonos, agroquímicos y productos de hierro y acero (Infografía 2.1).

### Infografía 2.1. Relación comercial de Costa Rica con Rusia y Ucrania



Fuente: BCCR, con información de la Dirección General de Aduanas.

Pese a las limitadas relaciones comerciales con Rusia y Ucrania, el enfrentamiento armado entre ambos países ha generado un aumento de la inflación en Costa Rica, así como a nivel global. Las disrupciones directas de la producción en los países en conflicto junto con las interrupciones en las cadenas de suministro (acentuadas por las sanciones aplicadas a la economía rusa), así como algunas restricciones a la exportación (particularmente de productos agrícolas) han alimentado expectativas de desabastecimiento, generando un fuerte incremento en los precios internacionales de las materias primas. Estas nuevas presiones inflacionarias, junto con las ya existentes, han contribuido a que los aumentos en los precios al consumidor alrededor del mundo persistan más allá de lo estimado meses atrás por los organismos internacionales y los principales bancos centrales. De mantenerse, esta situación demandará ajustes de política monetaria a un ritmo mayor al registrado hasta el momento, con implicaciones sobre el consumo y la inversión, y finalmente sobre el crecimiento.

Aunado a lo anterior, es de esperar que el aumento en el precio de los bienes importados provoque un deterioro de la balanza comercial de los países importadores de materias primas (como es el caso de Costa Rica), así como en sus términos de intercambio<sup>30</sup>. Por otra parte, en la medida en que el conflicto se prolongue o involucre a más países europeos, las repercusiones sobre el ritmo de actividad económica en la zona del euro podrían ser cada vez mayores, lo cual eventualmente tendría un efecto negativo sobre las exportaciones costarricenses hacia esos mercados y sobre las proyecciones de crecimiento para la economía nacional. A esto se suma un eventual menor crecimiento de sectores de la economía costarricense como el agrícola y el de la construcción, ante el aumento en precios o incluso la escasez de insumos provenientes de la zona en conflicto<sup>31</sup>.

En el ámbito financiero, el conflicto bélico se traduciría en condiciones financieras menos favorables para el financiamiento del país en los mercados internacionales, tanto por incrementos en las tasas de interés en economías avanzadas (en respuesta al aumento de la inflación) como por el aumento generalizado en la prima por riesgo para los mercados emergentes, como Costa Rica. Esto eventualmente traería consigo un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel local, lo cual, junto con la mayor incertidumbre, podría también reducir el consumo y la inversión privada.

Por otra parte, la exposición directa del sector bancario a Rusia y Ucrania no es significativa, por lo que el principal impacto en los balances bancarios y la calidad crediticia sería mediante un menor crecimiento y condiciones financieras más estrictas. Sin embargo, las pruebas de resistencia sugieren que el sector bancario puede hacer frente a un choque significativo en el crecimiento, las tasas de interés y el tipo de cambio.

En síntesis, en el contexto interno, la combinación de los canales comercial y financiero llevaría a presiones adicionales sobre la inflación, tasas de interés y sobre el tipo de cambio, así como a un menor crecimiento económico.

### **Efectos esperados sobre la economía costarricense**

De acuerdo con estimaciones del BCCR, un aumento del 10% en los precios del petróleo o de los granos básicos traería consigo un efecto sobre la inflación interanual del orden de 1,03 p.p. y 0,67 p.p. respectivamente al cabo de un año. No obstante, el efecto acumulado sobre la inflación interanual dependerá del tiempo durante el cual se prolongue el choque (Tabla 2.1). Asimismo, una variación en los precios del petróleo en la magnitud mencionada tendría efectos negativos sobre el consumo, la inversión, el ingreso disponible y el PIB (Diagrama 2.1).

---

<sup>30</sup> Los términos de intercambio se definen como la relación (cociente) que existe entre los precios de los productos de exportación de un país y los precios de los productos de importación, es decir, el precio relativo de las exportaciones en términos de las importaciones. Un incremento (disminución) de los términos de intercambio en determinado periodo significa que los precios de las exportaciones aumentan (disminuyen) más o disminuyen (aumentan) menos que los precios de las importaciones en dicho periodo. Ello implica que, con la misma cantidad física de exportaciones, el país puede importar una mayor (menor) cantidad de bienes.

<sup>31</sup> Cerca de una cuarta parte de los fertilizantes importados por Costa Rica provienen de Rusia y Bielorrusia.

En el caso de Costa Rica, las variaciones en los términos de intercambio están altamente correlacionadas con los precios de los combustibles (Gráfico 2.1). El BCCR estima que, por cada USD 10 de aumento en el precio del barril de hidrocarburos, la factura petrolera aumenta en USD 216 millones (0,33% del PIB), y con ella, los requerimientos de divisas para tal fin. Además, un deterioro del 1% en los términos de intercambio tendría un impacto negativo en indicadores claves como consumo (-0,076% del PIB), inversión (-0,062% del PIB) e ingreso disponible (-0,123% del PIB).

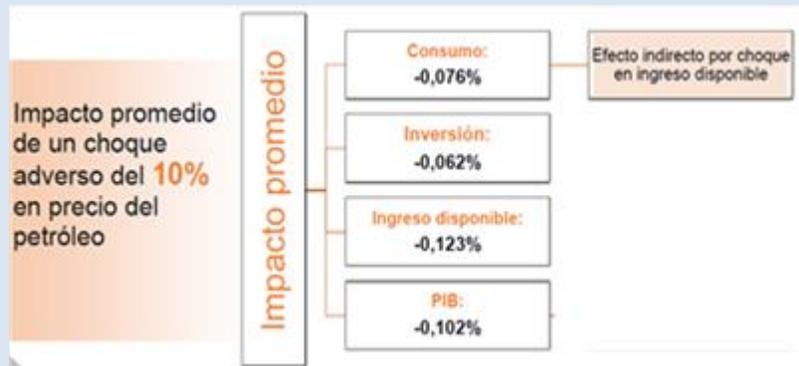
**Tabla 2.1 Relación entre precio de las materias primas e inflación**

Precio	Efecto sobre Inflación (en p.p.)		
	4 trimestres	6 trimestres	8 trimestres
<b>Petróleo</b>	<b>1,03</b>	<b>1,14</b>	<b>1,19</b>
<b>Granos</b>	<b>0,67</b>	<b>0,74</b>	<b>0,78</b>

Nota: Supone que el choque permanece por 4, 6 u 8 trimestres.

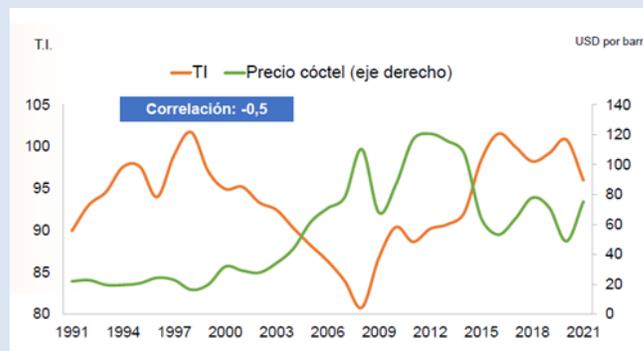
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Diagrama 2.1 Relación entre precio de petróleo e indicadores claves**



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Gráfico 2.1 Términos de intercambio y precio medio CIF del cóctel de hidrocarburos**



Fuente: Banco Central de Costa Rica.



# CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

*Desde mediados del 2020 y durante la mayor parte del 2021, el BCCR mantuvo la TPM en un valor de 0,75%, su mínimo histórico. Sin embargo, a partir de diciembre del año pasado inició un proceso de aumento gradual de dicho indicador con la intención de mantener la tasa de inflación proyectada en el mediano plazo dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta. En lo transcurrido del 2022 la TPM ha aumentado en tres ocasiones, por un acumulado de 275 p.b.*

*La liquidez del sistema financiero se ha mantenido holgada, pero se orienta en una dirección de contracción, en línea con el tono más duro de la política monetaria.*

*Al igual que el año anterior, en el primer cuatrimestre del 2022 el mercado cambiario ha enfrentado presiones, principalmente debido a la fuerte demanda de divisas del sector público no bancario (SPNB) y de los fondos de pensiones. Estas presiones se han reflejado en una depreciación del colón y en una caída de las reservas internacionales (RIN).*

---

## 2.1. Tasa de Política Monetaria

*A partir del 15 de diciembre del 2021 el BCCR inició un proceso gradual de aumento en la TPM para tratar de mantener la inflación proyectada en el mediano plazo dentro del rango de tolerancia alrededor de su meta.*

La TPM es el instrumento utilizado por el BCCR para influir sobre las tasas de interés del sistema financiero y señalar la orientación de su política monetaria. Desde mediados de junio del 2020, el BCCR mantuvo dicho indicador en 0,75%, su nivel histórico más bajo, luego de haberlo disminuido en 450 p.b. entre marzo del 2019 y el primer semestre del 2020. Sin embargo, el 15 de diciembre del 2021 la aumentó en 50 p.b. y acordó seguir una senda de aumentos graduales en esa tasa con el fin de mantener la inflación proyectada en el mediano plazo dentro del rango de tolerancia alrededor de su meta (3%  $\pm$  1 p.p.)<sup>32</sup>.

En ese mismo acuerdo, la Junta Directiva manifestó su disposición a intensificar el ritmo de aumento de dicho indicador, dependiendo de la evolución de los determinantes de la inflación futura, entre ellos la brecha del producto, las expectativas de inflación y posibles efectos inflacionarios de segunda ronda. Esa comunicación clara sobre la senda futura esperada de la tasa de política es lo que se denomina guía prospectiva y es un

---

<sup>32</sup> Artículo 10 del acta de sesión 6039 del 15 de diciembre del 2021.

instrumento que el BCCR ha utilizado activamente en los dos últimos años para guiar las expectativas de los agentes económicos.

En línea con lo anterior, en lo transcurrido del 2022 el BCCR aumentó en tres ocasiones la TPM, la primera el 26 de enero en 50 p.b., la segunda el 14 de marzo, en 75 p.b., y la tercera el 27 de abril, en 150 p.b., con lo cual la ubicó en 4,0%. El proceso de aumento gradual de la TPM desde diciembre pasado tomó en consideración, entre otros, los siguientes aspectos:

- a) El fuerte aumento de la inflación mundial como consecuencia de factores tanto de demanda como de oferta (ver sección Economía internacional de este IPM), que fue acentuado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a partir del 24 de febrero del presente año. Particularmente, este conflicto exacerbó las presiones al alza en los precios de las materias primas, pues ambos países son exportadores importantes de combustibles, granos básicos y metales.
- b) El aumento en la inflación general interna, medida por la variación del Índice de precios al consumidor y el promedio de indicadores de inflación subyacente, la cual, como se indicó antes, responde esencialmente al impacto de la inflación importada.
- c) La reducción estimada en la holgura de la capacidad de producción de la economía nacional, debido al impulso observado en la actividad económica en el 2021 y lo transcurrido del presente año.
- d) Los resultados de los modelos de pronóstico del BCCR, que sitúan la inflación general entre 6% y 7% en la primera mitad del 2022, para luego empezar a converger gradualmente al margen de tolerancia alrededor de la meta. De igual modo, las proyecciones ubican la inflación subyacente ligeramente por encima del rango de tolerancia en lo que resta del 2022, para retornar a ese rango en el 2023.
- e) Los riesgos sobre la trayectoria proyectada para la inflación general y subyacente, que se inclinan al alza. De estos riesgos, destacan: i) las altas tasas de variación de los precios al productor (de dos dígitos desde agosto del 2021), pues en la medida en que los aumentos en los costos de los insumos persistan, aumenta la probabilidad de un mayor traslado hacia los precios que enfrentan los consumidores; ii) la posibilidad de que el comportamiento alcista en la inflación afecte las expectativas en igual sentido y genere así los llamados efectos de segunda ronda, con lo que el aumento en la inflación podría tornarse más duradero; y iii) los riesgos de mayores aumentos en los precios de las materias primas como consecuencia del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania.
- f) La tasa de política monetaria expresada en términos reales continúa en valores por debajo de la tasa real neutral<sup>33</sup>, por lo que la Junta Directiva del BCCR considera necesario intensificar el proceso gradual de incrementos en la TPM, para acercarla a

---

<sup>33</sup> La TIRN corresponde al nivel de la tasa de interés compatible con ausencia de presiones inflacionarias o desinflacionarias y con expectativas de inflación que convergen a la meta. Cuando la TPM en términos reales es superior a la TIRN, se dice que la postura de la política monetaria es contractiva, y cuando es inferior, es expansiva.

una posición neutral. A abril del 2022, este último indicador se ubicó en 0,98% mientras que la TPM real, calculada con las expectativas, fue de -1,23%.

## 2.2. Gestión de la liquidez

*En apoyo de su política monetaria expansiva, en los tres últimos años el BCCR ha procurado una liquidez agregada holgada y tomado otras medidas para garantizar la estabilidad del sistema financiero costarricense y contribuir a la recuperación de la actividad económica. Con el tono más duro de la política monetaria, la gestión de la liquidez apuntará hacia una mayor absorción y, consecuentemente, a una reducción del saldo de la liquidez total.*

Las principales medidas aplicadas por el Banco Central en apoyo de la postura expansiva de su política monetaria iniciada en marzo del 2019 fueron la reducción de 3 p.p. en la tasa de encaje mínimo legal sobre las operaciones en moneda nacional (de 15% a 12%) a partir de junio del 2019, la conducción de las operaciones de mercado abierto de modo que el saldo de los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) no aumentara y la introducción en setiembre del 2020 de una facilidad crediticia que se aplicó mediante operaciones diferidas a plazo (ODP).

El objetivo de esta facilidad fue proveer a los intermediarios financieros regulados por la Sugef<sup>34</sup> de recursos a mediano plazo en moneda nacional a bajo costo, condicionado a que ofrecieran financiamiento al sector privado (hogares y empresas) en condiciones también favorables. Con ello, se buscó mitigar el impacto económico de la pandemia del COVID-19 sobre el consumo, la producción y el empleo, para contribuir a reducir, de esa forma, las secuelas de la crisis en la sociedad y el sector productivo, y permitir la recuperación de las empresas solventes a mediano plazo. Esta facilidad de crédito contribuiría, además, a preservar la estabilidad del sistema financiero costarricense, toda vez que la contracción económica por la pandemia redujo la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero.

El monto original de esta facilidad fue de ₡700 mil millones, pero el 14 de enero del 2021 la Junta Directiva decidió ampliarla<sup>35</sup> a ₡842.887 millones, debido a que los intermediarios financieros manifestaron una demanda superior al monto inicialmente aprobado. En total, el BCCR desembolsó ₡826.355 millones por este concepto, de los cuales ₡824.314 millones fueron desembolsados en el 2021 y el resto en el 2020. Además, los intermediarios financieros realizaron amortizaciones por ₡16.596 millones, por lo cual el saldo de la facilidad a finales de marzo del presente año se redujo a ₡809.759 millones (1,9% del PIB del 2022) (Cuadro 2).

---

<sup>34</sup> Todos los intermediarios financieros regulados por la Sugef (bancos públicos y privados, financieras, mutuales y cooperativas) podían participar de la ODP según su importancia relativa en el saldo del crédito al sector privado y previa entrega al BCCR, y aprobación por parte de este, de un plan de uso de los recursos.

<sup>35</sup> Artículo 9 del acta de la sesión 5979-2021 del 14 de enero de 2021.

**Cuadro 2. Desembolsos de la facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo**

*En millones de colones*

	Total	Al 31 de marzo del 2022	
	desembolsado	Amortizaciones	Saldo
Bancos	664 996	11265	653 731
Resto	161 359	5331	156 028
Total	826 355	16 596	809 759

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

*Los recursos desembolsados por la facilidad crediticia especial contribuyeron a que en el 2021 el sistema financiero costarricense presentara una posición holgada de liquidez, situación se mantuvo en los primeros meses del 2022. No obstante, esto podría cambiar en los próximos meses debido a la decisión del BCCR de endurecer el tono de su política monetaria.*

El BCCR gestiona las condiciones de liquidez mediante operaciones en el MIL y las operaciones de mercado abierto (OMA<sup>36</sup>). A mediano y largo plazo, la liquidez también es afectada por las variaciones en la tasa de encaje mínimo legal, que es un porcentaje de los depósitos y captaciones que deben mantener depositado en el Banco Central los intermediarios financieros regulados por la Sugef, según lo dispuesto en el artículo 62 de su Ley Orgánica (Ley 7558)<sup>37</sup>.

En lo transcurrido del 2022 la liquidez agregada en el sistema financiero ha mantenido una posición holgada. Al pasado 27 de abril, la liquidez sistémica disponible, medida con el saldo promedio neto de los depósitos recibidos por el BCCR en el MIL, ascendió a ₡613.358 millones, lo cual representa un incremento de ₡51.632 millones con respecto al promedio del año previo (Gráfico 38).

La condición holgada de liquidez del sistema financiero nacional se manifiesta también en el encaje excedente de los intermediarios financieros. En los primeros cuatro meses del presente año, estos entes han mantenido depósitos por concepto de encaje excedente por un monto promedio diario de ₡140.485 millones, superior al de igual lapso del año previo (₡105.382 millones).

---

<sup>36</sup> Las OMA consisten en la compra y venta de títulos propios o de terceros por parte del BCCR para influir directamente sobre la liquidez de la economía y la estructura de las tasas de interés de los mercados financieros. Con este fin el BCCR emite títulos de deuda en el mercado primario, principalmente BEM y, ocasionalmente, participa en compras de sus propios títulos en el mercado secundario, canjes o subastas inversas de sus títulos.

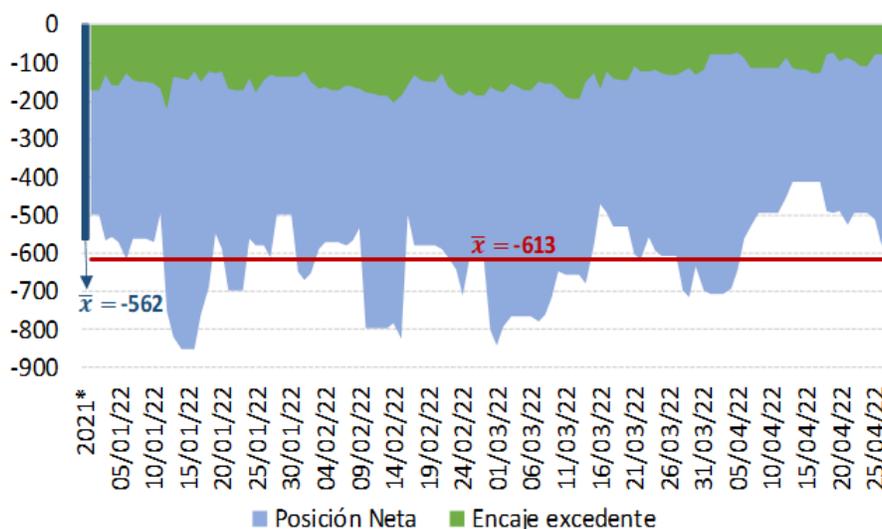
<sup>37</sup> Actualmente esa tasa es de 12% para las operaciones en colones y de 15% para las denominadas en moneda extranjera.

El BCCR contrajo la liquidez mediante la venta neta de divisas, con la cual drenó alrededor de  $\text{¢}121.800$  millones; no obstante, esto fue compensado por la reducción de  $\text{¢}90.899$  millones del saldo de BEM y el aumento del monto de depósitos mantenidos por los bancos y otros intermediarios financieros en sus cuentas de fondos.

Hacia adelante, sin embargo, el Banco Central orientará sus OMA al aumento del saldo neto de BEM y, consecuentemente, hacia una mayor absorción de liquidez, en línea con la postura más restrictiva de su política monetaria.

**Gráfico 38. Posición neta de BCCR en el MIL y encaje excedente de los intermediarios financieros**

*En miles de millones de colones*



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

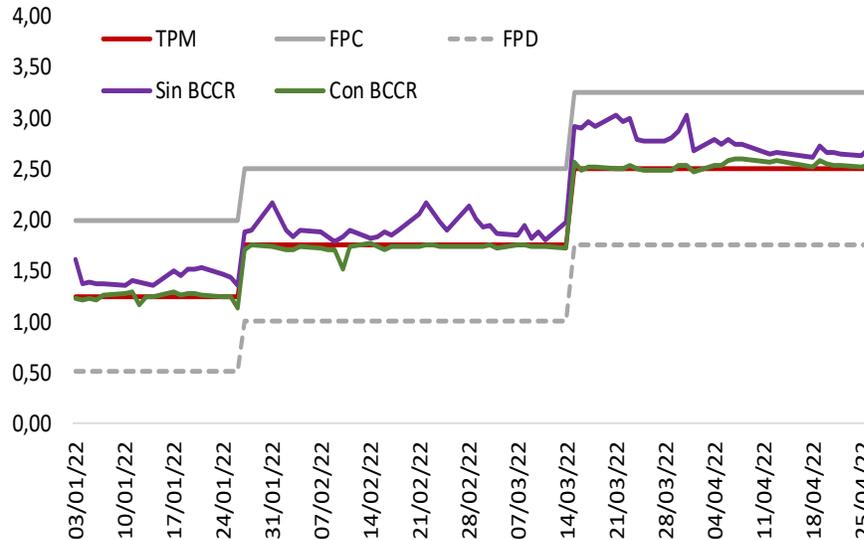
***Pese a la disponibilidad de liquidez, las tasas de interés del MIL en moneda nacional se mantienen por encima de la TPM.***

Las tasas de interés en el MIL en moneda nacional del total de operaciones efectuadas a un día plazo han estado prácticamente alineadas con la TPM. Sin embargo, al excluir las negociaciones en las que el BCCR es contraparte, se ubican, al igual que el año anterior, por encima de la TPM (Gráfico 39), con una brecha promedio de 0,21 p.p. (0,16 p.p. en el 2021). Esta situación es propiciada por entidades que desde el año pasado han captado recursos a tasas de interés relativamente altas, a lo cual se añade el hecho de que en el presente año ha habido más entidades que muestran una posición deudora en el MIL en ciertos días.

El BCCR también ha participado en el MIL en moneda extranjera, con el fin de acumular divisas. Al 27 de abril pasado, el saldo de captación en esta modalidad fue de *USD* 63 millones. Por su parte, los mercados administrados por la Bolsa Nacional de Valores no

han mostrado episodios que evidencien tensión, por lo cual no se ha requerido la participación del BCCR como proveedor de liquidez en estos mercados durante el 2022<sup>38</sup>.

**Gráfico 39. Tasas de interés en el MIL a un día plazo**  
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

*En el primer cuatrimestre del 2022 el tipo de cambio continuó enfrentando presiones al alza.*

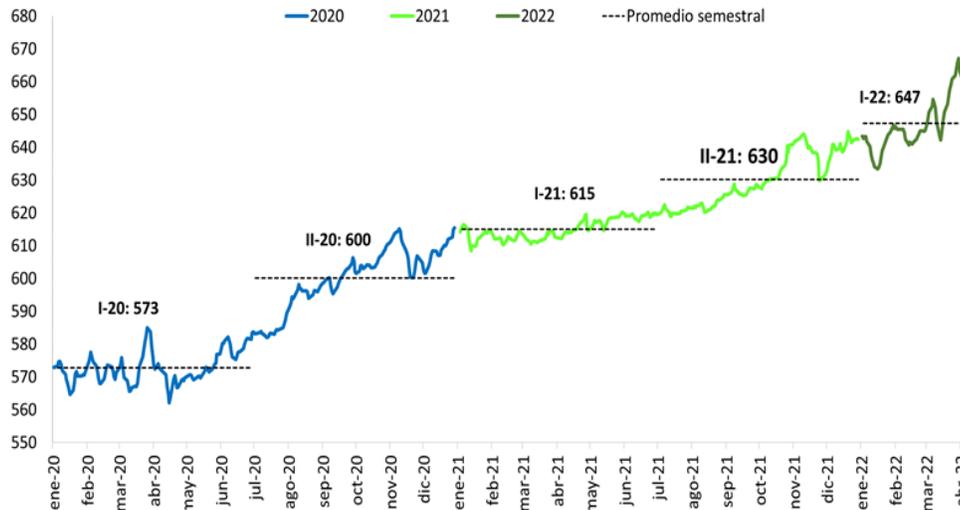
Al 27 de abril del año en curso, el tipo de cambio promedio ponderado del Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) fue de  $\text{¢}667,14$  (Gráfico 40), superior en 7,7% al registrado en igual fecha del año previo y en 3,9% al de finales del 2021.

El incremento en el tipo de cambio ha estado acompañado de una mayor volatilidad, manifiesta en un coeficiente de variación de 1,41% en el primer cuatrimestre del 2022,

<sup>38</sup> Como parte de las medidas aprobadas en marzo del 2020, al recién iniciar la pandemia, para mitigar posibles tensiones de liquidez que se temía pudieran darse en el sistema financiero, se autorizó la participación del Banco Central como acreedor en el MIL en moneda extranjera y en los mercados de dinero administrados por la Bolsa Nacional de Valores (artículo 5 de la sesión 5923-2020 del 20 de marzo del 2020). Además, se permitió la participación del BCCR en el mercado secundario de títulos del Gobierno Central.

coeficiente mayor que el correspondiente al primer y último cuatrimestre del 2021 (0,33% y 1,02%, respectivamente).

**Gráfico 40. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex**  
Colones por dólar estadounidense



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**La política cambiaria fue coherente con el régimen de flotación administrada, en un contexto de demanda inusualmente alta de divisas por parte del SPNB y de los fondos de pensiones.**

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

En lo transcurrido del 2022, el BCCR ha participado en el mercado cambiario principalmente para atender el primer motivo y, en menor grado, el segundo. En lo que respecta a la gestión de divisas para el SPNB, el BCCR debe atender esos requerimientos con sus reservas internacionales y restituirlos mediante compras en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex), según las condiciones que priven en el mercado privado de cambios.

En el primer cuatrimestre del 2022 los requerimientos netos del SPNB ascendieron a USD 1.435,7 millones (USD 1.057,0 y USD 567,6 millones en igual lapso del 2021 y del 2020, respectivamente), de los cuales USD 661,0 millones se destinaron al pago de la factura petrolera y USD 130,0 millones al Ministerio de Hacienda para atender, principalmente, el

servicio de su deuda en moneda extranjera. Durante este año la factura petrolera aumentó considerablemente en comparación con el año previo (Cuadro 3). Esto debido a que, como se indicó en la sección de Economía internacional de este IPM, en los primeros meses del 2022 se acentuó el aumento en el precio internacional del petróleo que venía desde el año anterior, como resultado de las sanciones impuestas por algunos países a Rusia, que es uno de los principales países productores de dicha materia prima.

### Cuadro 3. Monto de la factura petrolera

En millones de unidades y USD

	Primer trimestre		Variación porcentual
	2021	2022	
Barriles	4,5	5,3	17,9%
Precio	63,9	106,4	66,4%
Valor	287,3	563,4	96,1%

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El BCCR compró en Monex USD 966,9 millones para restituir parcialmente las ventas de divisas que realizó al SPNB. Adicionalmente, en febrero realizó una venta de USD 6,98 millones con fines de estabilización del mercado cambiario.

Lo adquirido por el BCCR para la gestión de divisas del SPNB provino del superávit de las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público (USD 1.018,4 millones, acumulado al 27 de abril), monto superior al registrado en igual periodo del año anterior (USD 853,8 millones).

La recuperación del superávit del mercado privado de cambios puso de manifiesto el incremento en la cantidad ofrecida de divisas, cuyo promedio diario pasó de USD 79,3 millones en el primer cuatrimestre del 2021 a USD 95,3 millones un año después. Este comportamiento fue consecuente con el proceso de reactivación económica y, en particular, con el dinamismo de la demanda externa del país. Sin embargo, ese efecto fue parcialmente compensado por una mayor demanda (el promedio diario pasó de USD 68,6 millones en el 2021 a USD 82,6 millones en el siguiente), cuya evolución reflejó, entre otras cosas, lo siguiente:

- a) La reactivación económica, que imprimió mayor dinamismo a las importaciones. Este efecto fue reforzado por el incremento en los precios internacionales de materias primas y en los costos de fletes marítimos, esto último derivado del congestionamiento en la provisión de servicios de transporte marítimo de mercancías.
- b) El incremento en la demanda de divisas por parte de ahorrantes institucionales y, en particular, de las operadoras de fondos de pensión que, por razones de diversificación de cartera, han aumentado su tenencia de activos en moneda extranjera. En el primer trimestre del año en curso el saldo de la cartera en dólares del Régimen Obligatorio de Pensiones Complementarias y del Fondo de Capitalización Laboral aumentó en USD 224,3 millones (USD 423,1 millones en igual lapso del año anterior).

Así, al 28 de abril del presente año, el saldo de RIN del BCCR ascendió a *USD 6.850,7 millones*, inferior en *USD 67,4 millones* al saldo observado a finales del 2021 y equivalente al 10,4% del PIB estimado para el 2022. Este monto incorpora ingresos por desembolsos de *USD 250,0 millones* del BID (apoyo presupuestario), *USD 284,5 millones* correspondientes al segundo desembolso del FMI bajo el convenio del Servicio Ampliado del Fondo (SAF), *USD 270,0* del BCIE (para el proyecto del Fondo de Avales) y *USD 42,1 millones* de proyectos en ejecución.

***Para mejorar el funcionamiento del mercado cambiario, el BCCR aprobó una modificación al Reglamento para las operaciones cambiarias de contado.***

Esta modificación fue aprobada en el artículo 7 de la sesión 6049-2022 del 23 de febrero del 2022 y busca ordenar la gestión de divisas por parte del SPNB, profundizar el mercado cambiario para promover una eficiente formación de precios y fortalecer la posición de RIN. Los cambios introducidos consisten en:

- c) Ampliar el plazo de programación que las entidades del SPNB deben hacer sobre sus compras y ventas de divisas y extender los recargos ya existentes a los montos que excedan la programación establecida.
- d) Canalizar al Monex la demanda y oferta de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros cuyo saldo administrado exceda un cierto umbral, que será determinado por la Gerencia del BCCR.

Por otra parte, la Superintendencia de Pensiones solicitará a los fondos de pensiones la programación diaria y semanal de compra de dólares a partir del 1 de abril del año en curso, con una justificación técnica, clara y congruente del uso de las divisas dentro de su estrategia de inversiones<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Según oficio SP-A-252-2022, del pasado 3 de marzo, a los regímenes básicos de jubilación del Poder Judicial, el Magisterio Nacional y el sistema de Invalidez Vejez y Muerte (IVM); así como a las seis operadoras de pensiones complementarias (OPC).

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



# CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

*Este capítulo presenta las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2022-2023 y los riesgos que condicionan su cumplimiento.*

*Para el entorno internacional, las perspectivas de crecimiento de la actividad económica se revisan a la baja, principalmente por el impacto económico de la guerra de Rusia en Ucrania, mientras que se prevé una mayor inflación internacional y altos precios de las materias primas. En ese contexto, el crecimiento de la economía local se estima en 3,4% y 3,9% para ese bienio, lo que lo que significa una revisión a la baja de 0,5 p.p. para el presente año y de 0,1 p.p. para el 2023 con respecto a lo previsto en el IPM de enero pasado.*

*Por otra parte, en el 2022 y en la mayor parte del 2023 la inflación en Costa Rica se mantendría por encima del margen de tolerancia alrededor de la meta (3%), los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se muestran balanceados.*

*Los principales riesgos externos para estas proyecciones están relacionados con el comportamiento de los precios de las materias primas, influido por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, y con las acciones de política monetaria que apliquen las principales economías avanzadas. En el ámbito local, destacan la incertidumbre sobre la aprobación de las medidas fiscales adicionales requeridas para afianzar la sostenibilidad de las finanzas públicas y el impacto del aumento de las expectativas inflacionarias.*

---

## 3.1 Proyecciones para la economía mundial

*Los organismos internacionales revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento mundial, principalmente por el impacto económico de la guerra de Rusia en Ucrania.*

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe “Perspectivas de la economía mundial” de abril del 2022, revisó a la baja las proyecciones de crecimiento mundial para el bienio 2022-2023 en 0,8 p.p. y 0,2 p.p. con respecto al informe de enero pasado, para llevarlas a 3,6% para cada año (frente a un crecimiento de 6,1% en el 2021) (Gráficos 41 y 42). Este pronóstico supone que el conflicto bélico permanece limitado a Ucrania, las nuevas sanciones a Rusia<sup>40</sup> eximen al sector de la energía<sup>41</sup> y el impacto económico de la pandemia disminuye en el transcurso del 2022.

---

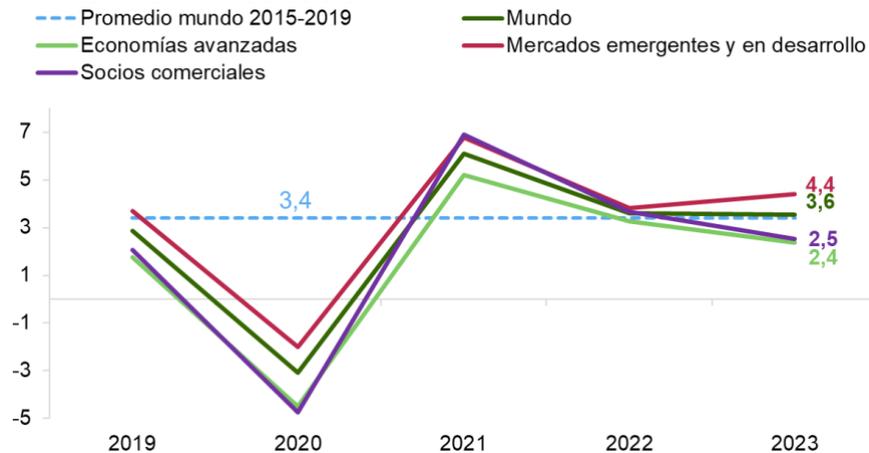
<sup>40</sup> Las sanciones en contra de Rusia han generado efectos económicos globales.

<sup>41</sup> Sin embargo, el escenario base considera el impacto de la decisión de Alemania de retirarse de la energía rusa para el 2024 y los embargos anunciados hasta el 31 de marzo de 2022.

En su conjunto, los principales socios comerciales del país estarían creciendo 3,7% y 2,5% en el 2022 y 2023, un ajuste a la baja de 0,3 p.p. con respecto a lo estimado en el IPM de enero del presente año (4,0% y 2,8, respectivamente).

Particularmente, para Estados Unidos el ajuste a la baja en relación con lo previsto en enero fue de 0,3 p.p. en ambos años, hasta 3,7% y 2,3%, mientras que, en la zona del euro, la reducción es aún mayor: para el 2022 de 1,1 p.p. hasta 2,8%, y para el 2023 de 0,2 p.p., para un crecimiento de 2,3% (Cuadro 4).

**Gráfico 41. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2022-2023**  
*Variación interanual en porcentajes*



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

**Cuadro 4. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2022-2023**  
*Variación interanual en porcentajes*

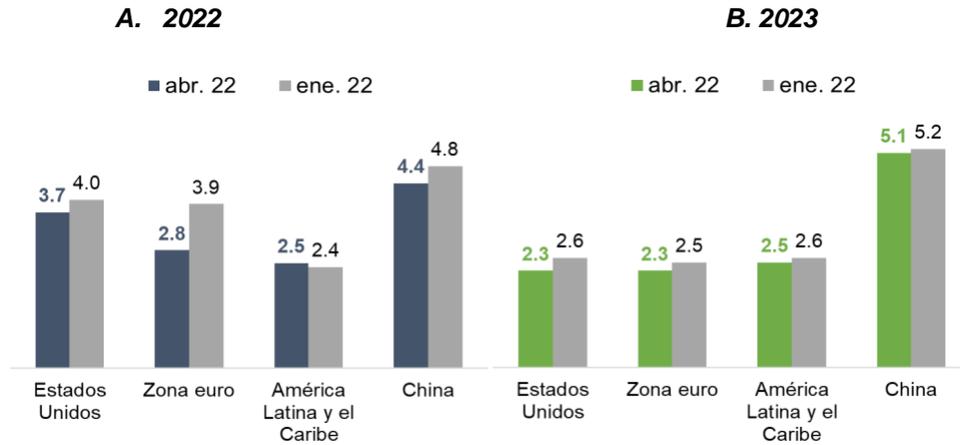
	IPM abril 2022			IPM enero 2022	
	2021	2022	2023	2022	2023
	<i>est</i>	<i>proy</i>	<i>proy</i>	<i>proy</i>	<i>proy</i>
<b>Mundo</b>	6,1	3,6	3,6	4,4	3,8
<b>Economías avanzadas</b>	5,2	3,3	2,4	3,9	2,6
Estados Unidos	5,7	3,7	2,3	4,0	2,6
Zona del euro	5,3	2,8	2,3	3,9	2,5
Japón	1,6	2,4	2,3	3,3	1,8
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	6,8	3,8	4,4	4,8	4,7
China	8,1	4,4	5,1	4,8	5,2
América Latina y el Caribe	6,8	2,5	2,5	2,4	2,6
Brasil	4,6	0,8	1,4	0,3	1,6
México	4,8	2,0	2,5	2,8	2,7

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

El FMI revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento económico mundial debido en buena medida a las implicaciones de la guerra de Rusia en Ucrania en los mercados globales de materias primas, en el comercio y en los mercados financieros, entre otros.

**Gráfico 42. Revisiones de las proyecciones de crecimiento mundial para el 2022 y el 2023**

*Variación interanual en porcentajes*



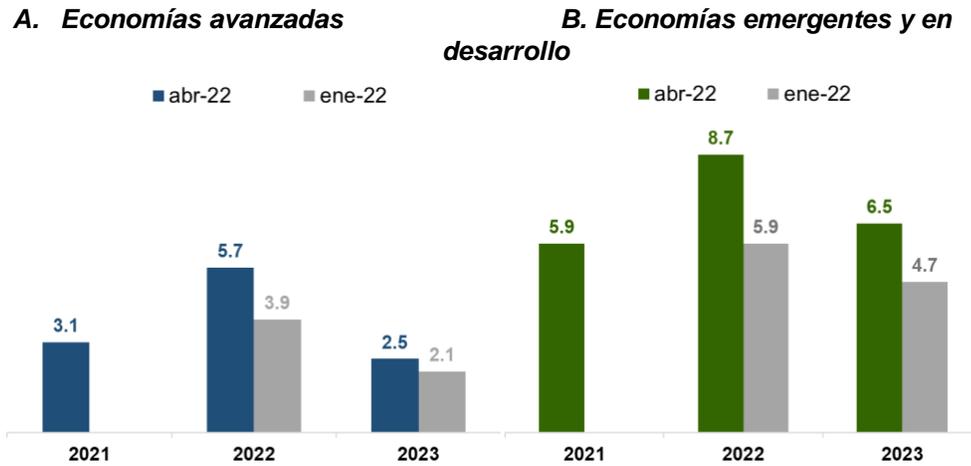
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial" del Fondo Monetario Internacional, enero y abril del 2022.

El FMI prevé que la inflación se mantendrá elevada durante más tiempo que en el pronóstico anterior, dadas las mayores presiones inflacionarias impulsadas por el aumento de los precios de las materias primas debido a la guerra en Ucrania. Para el 2022, proyecta una inflación de 5,7% en las economías avanzadas y de 8,7% en las emergentes, lo que representa 1,8 p.p. y 2,8 p.p. por encima a lo proyectado en enero pasado en ese orden (Gráfico 43).

Por su parte, la OCDE previó en diciembre del 2021 un crecimiento económico mundial de 4,5% en el 2022 y 3,2% en el 2023 y una inflación de 4,2% y 3,0% para esos años. Sin embargo, en su informe preliminar de las perspectivas económicas de marzo del 2022, señaló que, ante el estallido de la guerra, el crecimiento económico mundial podría ser más de 1 p.p. menor y la inflación mayor en aproximadamente 2,5 p.p. para el 2022 con respecto a lo proyectado antes del conflicto.

De acuerdo con la OCDE, esta desmejora en la tasa de crecimiento de la economía se debe básicamente a un aumento importante en los precios de las materias primas, tanto en los combustibles como en los granos básicos, los metales y los fertilizantes. De mantenerse el conflicto, o escalar las tensiones, este incremento podría ser todavía mayor. Lo anterior adicionaría presión sobre la inflación mundial, que ya de por sí era alta, y podría obligar a los bancos centrales de las principales economías del mundo a subir las tasas de interés de política monetaria más rápida y fuertemente de lo previsto previo a este conflicto bélico.

**Gráfico 43. Proyecciones de inflación para el 2022-2023**  
En porcentajes



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

Estos elementos aumentan la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, reducen los precios de las acciones y provocan un aumento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de economías emergentes.

En línea con lo anterior, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad, por sus siglas en inglés) a finales de marzo pasado ajustó a la baja su proyección de crecimiento económico mundial para el 2022 de 3,6% a 2,6%, debido a la guerra en Ucrania y a los cambios en las políticas macroeconómicas realizadas por los países en los últimos meses.

***Recientemente los principales bancos centrales también han ajustado las proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el bienio 2022-2023.***

Así, por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión de política monetaria del 15 y 16 de marzo del 2022, modificó su proyección de crecimiento económico para el 2022 a [2,5%, 3,0%] y para el 2023 a [2,1%, 2,5%]<sup>42</sup>, y ubicó su perspectiva de inflación en [3,9%, 4,4%] y [2,4%, 3,0%]<sup>43</sup>, en igual orden<sup>44</sup> (Cuadro 5).

En esa misma reunión, señaló que, entre otros:

<sup>42</sup> Desde [3,6%, 4,5%] para el 2022 y para el 2023 a [2,0%, 2,5%], previsto en diciembre del 2021.

<sup>43</sup> Desde [2,5%, 3,0%] y [2,1%, 2,4%], respectivamente, proyectado en diciembre del 2021.

<sup>44</sup> Estas proyecciones corresponden a la tendencia central, la cual excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas para cada variable en cada año. Las proyecciones de inflación se basan en el índice de precios del gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés).

- Los indicadores de actividad económica y empleo muestran una fuerte recuperación. La inflación continúa elevada, lo que refleja desequilibrios de oferta y demanda relacionados con la pandemia, precios de la energía altos y presiones inflacionarias más amplias.
- Las implicaciones de la invasión de Rusia a Ucrania para la economía de Estados Unidos son muy inciertas, pero en el corto plazo es probable que generen presión adicional al alza sobre la inflación y afecten la actividad económica.
- Se anticipa aumentos continuos en el rango objetivo para la tasa de referencia de política (la “Tasa de fondos federales”).
- Espera comenzar a reducir el programa de compras de activos en una próxima reunión.

**Cuadro 5. Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos: tendencia central de las proyecciones económicas, marzo de 2022<sup>1</sup>**  
*En porcentajes*

Variable	2022	2023	2024	Largo plazo
<b>Var. PIB real</b>	2,5 – 3,0	2,1 – 2,5	1,8 – 2,0	1,8 – 2,0
<b>Diciembre</b>	3,6 – 4,5	2,0 – 2,5	1,8 – 2,0	1,8 – 2,0
<b>Tasa de desempleo</b>	3,4 – 3,6	3,3 – 3,6	3,2 – 3,7	3,5 – 4,2
<b>Diciembre</b>	3,4 – 3,7	3,2 – 3,6	3,2 – 3,7	3,8 – 4,3
<b>Inflación PCE <sup>2</sup></b>	4,1 – 4,7	2,3 – 3,0	2,1 – 2,4	2,0
<b>Diciembre</b>	2,2 – 3,0	2,1 – 2,5	2,0 – 2,2	2,0
<b>Tasa de fondos federales</b>	1,6 – 2,4	2,4 – 3,1	2,4 – 3,4	2,3 – 2,5
<b>Diciembre</b>	0,6 – 0,9	1,4 – 1,9	1,9 – 2,9	2,3 – 2,5

1 La tendencia central excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas para cada variable en cada año.

2 PCE: Índice de precios del gasto de consumo personal.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del comunicado del Comité Federal de Mercado Abierto, Sistema de la Reserva Federal, 16 de marzo del 2022..

En la reunión de política monetaria del pasado 10 de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) también redujo sus proyecciones de crecimiento hasta 3,7% para el 2022 y 2,8% para el 2023 (4,2% y 2,9% previstos en diciembre del 2021). Asimismo, actualizó su estimación de inflación a 5,1% y 2,1% para el bienio 2022-2023 (medida con el índice de precios al consumidor, desde 3,2% y 1,8% dados en diciembre último). En esa oportunidad, el BCE señaló que la invasión rusa a Ucrania encarece la energía, perturba el comercio y pesa sobre la confianza de los agentes económicos.

### ***En síntesis, el entorno internacional se presenta más adverso para la economía nacional.***

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial, en particular de los socios comerciales del país, aunado a un aumento en el precio de las materias primas y en general, un entorno de mayor inflación global, inciden negativamente sobre el desempeño económico local. Es de esperar un deterioro de los términos de intercambio, un mayor

impacto de la inflación importada y condiciones financieras más restrictivas, dado el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías, incluido un rápido incremento de las tasas de interés de referencia.

Los principales supuestos de la economía internacional se presentan en el Cuadro 6. Al respecto destaca lo siguiente:

- e) Un crecimiento para Estados Unidos de 3,7% para el 2022, que significa una revisión a la baja de 0,3 p.p. con respecto a lo previsto en enero anterior, aunque en ese mes ya había sufrido un ajuste a la baja de 1,2 p.p. en relación con la estimación de octubre del 2021. Para el 2023, las previsiones contemplan un crecimiento de 2,3%.
- f) La estimación del crecimiento medio ponderado de los principales socios comerciales de Costa Rica<sup>45</sup> para el 2022 se ubicaría en 3,7% (4,0% previsto en enero), para luego desacelerarse hasta 2,5% en el 2023.
- g) Un aumento anual de 44,9% en los precios de los combustibles en el 2022, según los precios de futuros del petróleo WTI<sup>46</sup>, lo que implica un fuerte ajuste al alza con respecto a lo estimado en enero pasado (17,3%). Para el próximo año, se proyecta una caída en el precio de esta materia prima de 7,5%.
- h) Un deterioro en los términos de intercambio del país de 4,4% en el 2022 (deterioro de 2,9% previsto en enero pasado), explicado principalmente por el significativo incremento en el precio de las materias primas importadas. Para el 2023, se prevé una mejora de 0.8% en los términos de intercambio.
- i) La inflación de los principales socios comerciales<sup>47</sup> sería de 5,6% en el 2022 (3,8% previsto en enero) y 2,8% en el 2023.
- j) Las tasas de interés internacionales aumentarían. Por ejemplo, la tasa SOFR<sup>48</sup> se proyecta en 2,6% en el 2022 y 2023, comparado con una tasa prevista de 1,2% y 1,5% para ambos años, y una tasa observada prácticamente nula en el 2021.

En resumen, el entorno externo se prevé como más adverso para la economía nacional tanto en relación con el del 2021 como en relación con lo proyectado en enero pasado.

---

<sup>45</sup> Estimación del BCCR. Considera una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones de bienes a febrero del 2022.

<sup>46</sup> Corresponde al precio por barril de producto terminado importado por Costa Rica, el cual tiene como referencia los precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen (entre el precio del crudo y el valor de producto terminado) de USD 14 por barril.

<sup>47</sup> Ponderada por el peso relativo de las importaciones (ponderaciones móviles).

<sup>48</sup> Secured Overnight Financing Rate. A partir de julio del 2023 se discontinuará la publicación de la LIBOR (ver "BCCR y Conassif informan sobre avances ante la discontinuación de la LIBOR" del 30 de noviembre del 2021).

**Cuadro 6. Principales supuestos del entorno externo para el 2022-2023**  
*Variación interanual en porcentajes*

	IPM abril 2022			IPM enero 2022	
	2021 <i>est</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>
Crecimiento Estados Unidos	5,7	3,7	2,3	4,0	2,6
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,9	3,7	2,5	4,0	2,8
Inflación socios comerciales, promedio	1,0	5,6	2,8	3,8	2,3
Precio del petróleo (USD)	76,4	110,7	102,4	89,6	83,7
Variación %	56,6	44,9	-7,5	17,3	-6,6
Términos de intercambio, variación %	-5,6	-4,4	0,8	-2,9	0,0
SOFR 6 meses (a diciembre)	0,0	2,6	2,6	1,2	1,5

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

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

Para el FMI la incertidumbre alrededor de sus proyecciones es alta y los riesgos se mantienen inclinados a la baja. Entre esos riesgos se encuentran un posible empeoramiento de la guerra, una escalada de las sanciones a Rusia, una desaceleración económica en China mayor a la prevista como consecuencia de la política de tolerancia cero al COVID-19 y el surgimiento de una variante de la pandemia más contagiosa. Además, la guerra en Ucrania ha aumentado la probabilidad de mayores tensiones sociales debido al incremento de los precios de los alimentos y la energía.

El FMI señaló un nuevo riesgo que se refiere a una fragmentación de la economía mundial, acentuada por la guerra de Rusia en Ucrania, con la formación de bloques geopolíticos con diferentes normas tecnológicas, sistemas de pagos transfronterizos y monedas de reserva.

Para la inflación, dicho organismo señala que podría aumentar significativamente por encima de lo previsto por los siguientes factores: un empeoramiento de los desequilibrios entre la oferta y la demanda (incluidos los derivados de la guerra), nuevos aumentos en los precios de las materias primas, así como expectativas de inflación crecientes y un mayor crecimiento de los salarios, si hay señales de que la inflación será alta en el mediano plazo. En esa situación los bancos centrales se verán obligados a reaccionar más rápido de lo previsto, aumentando las tasas de interés. Ello hace vulnerable la deuda, particularmente en las economías emergentes.

La OCDE, por su parte, también resaltó la elevada incertidumbre alrededor de sus proyecciones, ya que el nuevo choque negativo originado por la invasión rusa a Ucrania tiene una duración y una magnitud inciertas.

### 3.2 Proyecciones para la economía nacional

*Las proyecciones de crecimiento de la economía nacional se revisan a la baja como resultado de la desaceleración de la economía internacional y del incremento en los precios de las materias primas, así como de una mayor incertidumbre global.*

Para el bienio 2022 y 2023 se proyecta un crecimiento de 3,4% y 3,9%, lo que significa una revisión a la baja de 0,5 p.p. para el presente año y de 0,1 p.p. para el 2023 con respecto a lo previsto en el IPM de enero pasado (Cuadro 7).

**Cuadro 7. Producto Interno Bruto y componentes del gasto**  
*Variación anual*

	IPM abril 2022			IPM enero 2022		
	Variación %			Variación %		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>PIB</b>	<b>7,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>7,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
<b>DEMANDA INTERNA (+)</b>	<b>7,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>
Consumo de hogares	6,4	3,3	4,1	5,8	3,5	3,9
Consumo de gobierno	1,4	0,7	0,0	1,1	0,9	-0,9
Formación bruta de capital fijo	8,7	3,9	5,4	7,8	4,0	5,1
Inversión privada	17,1	5,1	5,6	15,5	4,1	5,2
Inversión pública	-22,7	-2,7	4,6	-20,6	3,6	4,5
<i>Variación de existencias (% de PIB)</i>	<i>0,8</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>
<b>EXPORTACIONES (+)</b>	<b>15,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>17,3</b>	<b>9,6</b>	<b>7,7</b>
Bienes	20,1	5,6	5,6	19,9	6,9	6,7
Servicios	8,9	7,5	9,6	13,0	14,4	9,3
<b>IMPORTACIONES (-)</b>	<b>16,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>16,2</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>
Bienes	17,6	3,5	4,6	17,3	3,0	5,5
Servicios	11,2	3,6	7,3	12,2	9,8	7,8

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La revisión a la baja para el 2022 considera varios aspectos, entre ellos la mayor incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la economía mundial y de los principales socios comerciales a raíz del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como la persistencia de los cuellos de botella de la oferta global de bienes y servicios que han provocado el incremento en los costos de la producción nacional. Adicionalmente, las restricciones ante el aumento de contagios por la variante Ómicron del virus Sars-Cov2, incidió en un menor ingreso de turistas respecto a lo que se tenía previsto en el primer trimestre del año. Como resultado de estos eventos, se espera un deterioro en los términos de intercambio, lo cual afecta negativamente al ingreso disponible y por ende llevaría a un menor crecimiento del consumo de los hogares y de los flujos de comercio de bienes y servicios.

Para el 2023, la leve revisión a la baja se sustenta en la menor demanda externa, parcialmente compensada por una ligera mejora en los términos de intercambio, que daría un alivio al consumo y la inversión. Además, para ese año se espera un crecimiento de la inversión pública producto de la recuperación de las nuevas construcciones de

infraestructura vial, generación eléctrica e infraestructura de almacenamiento de combustibles.

De forma coherente con la evolución de la producción durante el bienio, así como de los términos de intercambio (pérdida de 4,4% y ganancia de 0,8% en 2022 y 2023 respectivamente)<sup>49</sup>, se estima que el ingreso nacional disponible bruto se incrementaría en 1,6% y 4,3% en 2022 y 2023.

Mejoras en el ingreso disponible y aumentos en la ocupación estimularían el consumo de los hogares, en tanto que el consumo del gobierno mantendría un bajo dinamismo, en línea con la aplicación de la regla fiscal.

La revisión de abril muestra una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los componentes del gasto. Destaca el menor dinamismo en el consumo de los hogares como resultado del shock externo negativo y su efecto sobre los términos de intercambio y el ingreso disponible, así como la desaceleración de la inversión, principalmente la de destino público. Similarmente, se estima una desaceleración tanto en la demanda externa como en las compras de bienes y servicios importados respecto al pronóstico de enero.

Así, se estima un crecimiento del consumo de los hogares de 3,3% y 4,1% en el 2022 y 2023 producto de la recuperación paulatina del ingreso y del empleo.

En cuanto al consumo del gobierno, este se desaceleraría con respecto al 2021 como consecuencia de la política de contención del gasto, en apego al cumplimiento de la regla fiscal. Se estima que en el 2022 la actividad de la enseñanza pública mostrará un mayor dinamismo como consecuencia de efectos base producto de la suspensión del curso lectivo que se dio en los meses de mayo y junio del año 2021. Por su parte, en el caso de los servicios de salud, se espera una desaceleración en su ritmo de crecimiento conforme se normalice la demanda de estos servicios una vez que se supere la emergencia derivada de la pandemia del COVID-19.

Por su parte, en 2023, para las actividades de Administración y Enseñanza se supone que todas las instituciones del Gobierno General mantendrán la aplicación de la directriz de contención en las remuneraciones, compra de bienes y servicios, así como en la política de contratación de nuevas plazas.

***Mayor desarrollo de proyectos de infraestructura permitirían un aumento en la inversión. En contraste, la demanda externa moderaría su ritmo de crecimiento.***

---

<sup>49</sup> Particularmente, en el 2022 se estima un deterioro en los términos de intercambio explicado principalmente por el incremento previsto en el precio de los combustibles (46,7%) y otras materias primas. Esta situación se espera que se revierta para el 2023 (reducción de 8,7% en el precio de los combustibles) de forma que esta relación de precios mostraría una mejora de 0,8%.

La formación bruta de capital aumentaría en ambos años debido, principalmente, a la mayor inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios, así como en nuevas construcciones con destino privado<sup>50</sup>.

En el caso de la inversión pública, para 2022 se estima una contracción (-2,7%), principalmente en el rubro de nuevas construcciones (-10,1%), debido a la reducción en el presupuesto para infraestructura por parte del Gobierno Central y de entidades como Acueductos y Alcantarillados<sup>51</sup>, así como una menor infraestructura vial<sup>52</sup>. Esta caída es ligeramente compensada por una mayor inversión en maquinaria y equipo (15,2%), como resultado de la compra de equipo tecnológico para educación del fideicomiso SUTEL-Fonatel y del Ministerio de Hacienda para la modernización de los sistemas tecnológicos.

En 2023 se estima un crecimiento del 4,6% en la inversión pública, como resultado de la mayor inversión en nuevas construcciones (8,5%), principalmente proyectos de generación eléctrica, carreteras, caminos y puentes, así como de obras de infraestructura para recibimiento de buques y almacenamiento de combustibles por parte de RECOPE, pero una menor inversión en maquinaria y equipo (-2,9%)<sup>53</sup>.

Acorde con la evolución prevista para nuestros principales socios comerciales, en un entorno en el que prevalecen las tensiones políticas y, problemas en las cadenas de suministro se prevé una moderación en el impulso de la demanda externa de bienes, tanto por productos del régimen definitivo como del régimen especial<sup>54</sup>. En el caso de las exportaciones de servicios, el crecimiento estaría ligado al turismo receptor<sup>55</sup> y la exportación de servicios empresariales.

Congruente con el desempeño previsto para el consumo, la inversión y la actividad económica, se prevé que las importaciones de bienes aumenten en promedio 4,0% en el 2022-23. El crecimiento en las importaciones de servicios (promedio de 5,4% en el bienio)

---

<sup>50</sup> Impulsadas por las obras residenciales, comerciales, industriales y los servicios especializados de la construcción.

<sup>51</sup> En el caso de Acueductos y Alcantarillados también incluye efectos base debido a una revisión en el nivel de inversión en 2021, superior al valor estimado previamente.

<sup>52</sup> En el 2022, con excepción de los avances previstos en la construcción de los Hospitales Monseñor Víctor Manuel Sanabria Martínez (Puntarenas) y William Allen Taylor (Turrialba) y otros centros periféricos de atención de la salud así como la ampliación de carretera San José-San Ramón y el edificio Metropolitano del Banco Popular, la inversión en obra pública es negativa y refleja la revisión en la proyección de ejecución de carreteras, caminos y puentes ejecutados por el MOPT así como la caída ya prevista de la inversión realizada por las municipalidades y otras instituciones del gobierno.

<sup>53</sup> Para 2023 se estima que el crecimiento en la construcción estaría impulsado por obras como la continuación de la construcción de la planta geotérmica Borinquen I, la construcción de la Terminal Pacífico para recibo de buques y almacenamiento en el Plantel Barranca, por parte de la Refinadora Costarricense de Petróleo, obras viales (por ejemplo, de la ampliación de la ruta San José - San Ramón, la II etapa del programa Red Vial Cantonal -CCLIP-, I y II Programa de Infraestructura Vial y Promoción de APP, y Programa de Infraestructura de Transporte -PIT-) e infraestructura educativa (Proyecto de Infraestructura y Equipamiento Educativo ejecutado por el Ministerio de Educación Pública).

<sup>54</sup> Además, el 2021 se caracterizó por el fuerte dinamismo en la demanda por productos tanto del régimen especial como manufacturados del régimen definitivo, por lo que se prevé una normalización en dicha demanda.

<sup>55</sup> Se estima que en el 2022 el ingreso de turistas al país aumentaría en 52,8% y en 36,7% en el 2023.

está asociado a la recuperación en el turismo emisor, y en los servicios de transporte de mercancías, de información y comunicaciones y empresariales.

Por actividad económica, se revisa a la baja el crecimiento de la producción con respecto a lo publicado en el IPM de enero de 2022, principalmente en la construcción, ante la caída en la inversión pública y la desaceleración en el ingreso de turistas, que tendría implicaciones directas sobre el crecimiento de las actividades de hoteles y restaurantes y otras vinculadas. Esta revisión toma en consideración lo observado al primer trimestre del año, así como la revisión de las previsiones para el resto del año, por ejemplo, de los planes de inversión pública (Cuadro 8).

**Cuadro 8. Producto Interno Bruto por actividad económica.**  
*Variación anual*

	IPM abril 2022			IPM enero 2022		
	Variación %			Variación %		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>PIB</b>	<b>7,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	7,6	3,9	4,0
Agricultura	3,8	2,2	2,5	3,6	2,8	2,5
Manufactura	13,3	3,8	5,2	12,8	4,5	6,0
Construc.	5,4	0,8	2,0	5,8	2,4	3,7
<i>Dest. Privado</i>	12,8	2,3	2,1	10,9	2,3	2,7
<i>Dest. Público</i>	-27,9	-9,8	0,7	-17,1	3,0	9,8
Comercio	8,3	2,8	3,0	8,9	3,0	3,0
Transp.	23,9	4,9	3,7	23,3	5,1	3,8
Hot. y Rest.	21,1	14,5	22,0	17,6	19,2	20,9
Serv. empresariales	8,5	4,2	5,5	9,1	4,9	4,8
Resto <sup>1/</sup>	5,0	2,8	2,6	4,6	3,1	2,6

<sup>1</sup> Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, intermediarios financieros y seguros, 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 particular, para las actividades destaca lo siguiente:

**Agropecuaria:** mientras que en 2021 mostró una variación de 3,8%, para 2022 y 2023 se estiman tasas de variación de 2,2% y 2,5% respectivamente, resultado coherente con la evolución prevista para la actividad económica de nuestros socios comerciales. Además, se consideró la trayectoria de los contratos de precios a futuro, que son mayores a los previstos en enero pasado, producto del encarecimiento de algunos insumos agrícolas.

**Manufactura:** para el bienio 2022-2023, se estima un crecimiento medio de 4,5%, positivo pero más moderado con respecto al 2021 (13,3%), sustentado en la evolución prevista de la economía de los socios comerciales, así como del crecimiento esperado de la demanda interna vinculada con las actividades agropecuaria y de la construcción.

**Construcción:** su crecimiento en el 2022 (0,8%) sería impulsado por la construcción con destino privado de obras de tipo residencial, comerciales e industriales, compensado por la caída en la construcción con destino público; mientras que para el 2023, aunado al

avance de la construcción privada, se estima un crecimiento en la construcción con destino público relacionado con servicios básicos, ingeniería civil e infraestructura vial y educativa.

**Comercio:** se espera una moderación en el ritmo de crecimiento del comercio, como resultado de la desaceleración del ingreso disponible y del consumo de los hogares. Por otra parte, la desaceleración de la producción de bienes, principalmente de las actividades agropecuarias y de manufactura contribuirían a un menor dinamismo de la actividad comercial.

**Hoteles y Restaurantes:** se estima un crecimiento promedio de 18,2% en el bienio 2022-2023; si bien continúa la recuperación en el turismo receptor, su ritmo sería más lento en comparación con lo estimado en enero del 2022. En particular, el ingreso de turistas al país en los primeros dos meses del 2022 resultó inferior en un 20% al valor previsto en enero, como consecuencia de la propagación de la variante del Ómicron y el retorno a medidas de restricción en algunos socios comerciales.

**Transporte:** Esta actividad crecería en promedio 4,3% en el bienio. En este periodo se recuperarían los servicios de transporte de pasajeros por vía marítima luego de dos años de contracción. Asimismo, se proyecta un aumento en la movilización de personas en servicios de transporte públicos en el 2022, aunado al crecimiento del transporte por vía aérea, las actividades de apoyo al transporte y los servicios de carga. Adicionalmente, se espera que el mayor ingreso de turistas al país durante 2022 y 2023 impulsen esta actividad en las distintas modalidades de transporte de pasajeros.

**Servicios empresariales:** Su dinamismo estaría determinado por la evolución esperada de las actividades internas y vinculadas al comercio exterior. Particularmente destacan los servicios de consultoría, publicidad, apoyo a empresas y alquiler de vehículos y agencias de viajes. Para el bienio 2022-23 se estima un crecimiento promedio del 4,9% por año, ligeramente inferior a las tasas de variación registradas previo a la pandemia (7,3% en promedio entre 2017 y 2019).

**Información y comunicación:** crecería 5,0% y 4,5% en el 2022 y 2023, respectivamente, explicadas por el aumento en los servicios de programación y consultoría informática. Además, se espera un aumento en la producción de los servicios de telefonía móvil e internet.

**Intermediación financiera y seguros:** Se proyecta una mayor demanda de crédito del sector privado, lo cual incrementaría los ingresos por servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Por su parte, las comisiones explícitas tendrían un crecimiento modesto, en parte por la fijación de comisiones máximas a las tarjetas de pago fijadas por el Banco Central (Ley 9831), por lo que el cobro por comisiones asociadas a tarjetas de emisores nacionales<sup>56</sup> y datáfonos disminuiría con respecto al 2021.

---

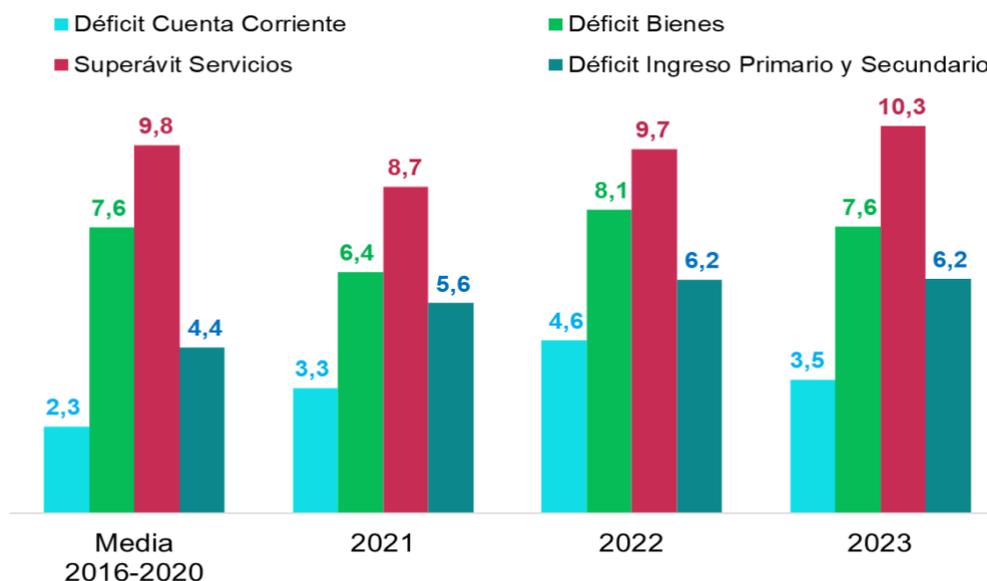
<sup>56</sup> La comisión porcentual máxima para operaciones de pago locales se redujo en 25 p.b. (de 2,50% a 2,25%), y será aplicable a cerca del 95% de la cantidad de operaciones y el 84% del valor total de las

**Enseñanza y salud:** Esta actividad crecería 2,9% en el 2022 y 1,1% en el 2023, reflejo del incremento en los servicios privados de salud y la normalización de los servicios de enseñanza pública. Sin embargo, en el 2023 los servicios de enseñanza privada todavía no alcanzarían los niveles prepandemia.

*En el bienio 2022-2023, la evolución de los principales indicadores del sector externo estaría determinada por la moderación en la demanda de los principales socios comerciales, en un contexto de deterioro en los términos de intercambio por el incremento en el costo de las materias primas importadas.*

Las condiciones anteriores, propiciarían un déficit de cuenta corriente en el 2022 y 2023 de 4,6% y 3,5% del PIB, respectivamente, relaciones superiores a la registrada en el 2021 (3,3%), explicadas, principalmente, por el mayor valor de las importaciones (Gráfico 44).

**Gráfico 44. Déficit de la cuenta corriente según componentes**  
Porcentaje del PIB



Cifras preliminares para 2021 y proyecciones 2022-2023.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En esta ocasión, se revisaron al alza las estimaciones del déficit comercial de bienes con respecto a lo previsto en enero pasado, en el orden de 1,2 p.p. del PIB, en promedio, para ambos años, para ubicarlo en niveles de 8,1% y 7,2%, en el 2022 y 2023 respectivamente. Lo anterior respondería al deterioro en los términos de intercambio que, combinado con una moderación en las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales,

---

operaciones realizadas dentro del territorio nacional. Las operaciones transfronterizas estarían sujetas a una comisión máxima de 2,50%.

propiciarían una revisión al alza en las importaciones netas (en especial, de materias primas e hidrocarburos).

Particularmente, para las compras de hidrocarburos se prevé un incremento promedio, con respecto a la estimación de enero, equivalente a 0,6 p.p. del PIB en el bienio 2022-2023, para alcanzar un valor medio de *USD 2.278 millones* en este lapso. Lo anterior sería explicado, fundamentalmente, por el aumento en el precio medio del barril de la mezcla del producto terminado para ese bienio, que alcanzaría un nivel de *USD 107,2 (USD 86,7 previsto en enero)*.

Por su parte, las previsiones para la cuenta de servicios fueron revisadas a la baja (0,4 p.p. del PIB en promedio para ambos años) con respecto a las estimaciones de enero, con lo cual el superávit de servicios se ubicaría en 9,7% y 10,3% del PIB, respectivamente, en el bienio en comentario. Lo anterior se debe, principalmente, a un ajuste a la baja en la expectativa de ingreso de turistas al país, dado que en los primeros dos meses del año se observó una entrada de visitantes menor a lo estimada originalmente. Con respecto a los servicios de apoyo empresarial de manufactura y de telecomunicaciones, informática e información se estima que éstos mantendrían un crecimiento promedio de 3,0% en los dos años de pronóstico.

En relación con el ingreso primario, se estima un mayor déficit respecto al 2021, para alcanzar en promedio, durante el bienio 2022-2023, una relación respecto al PIB de 7,1%. El mayor déficit en estos dos años respecto al año previo (6,4% del PIB) tendría sustento en la mayor renta por concepto de inversión directa y de intereses de la deuda pública externa. Lo anterior sería coherente con el mayor financiamiento externo previsto para el país en este período.

***En el 2022 aumentarían los flujos de ahorro externo, principalmente hacia el sector público. Los flujos de recursos externos se reducirían en el 2023.***

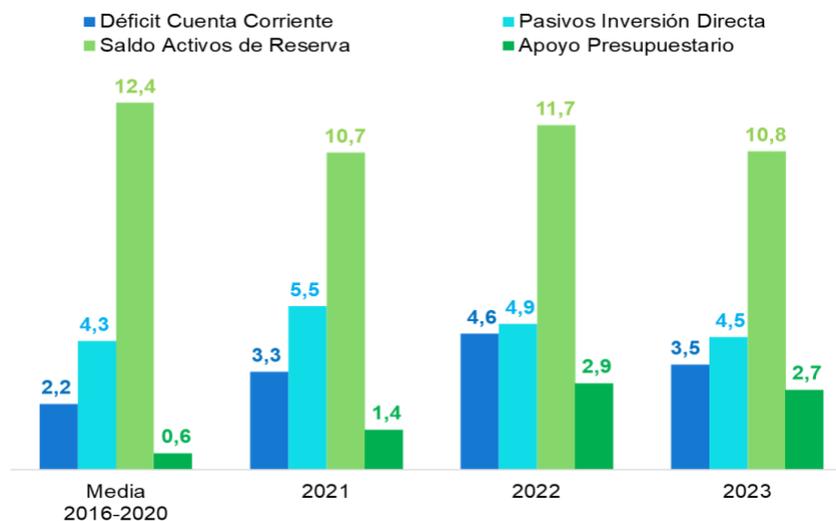
En la cuenta financiera se estima para el 2022 un ingreso neto de recursos del orden de 5,7% del PIB (2,9% del PIB en el 2021), principalmente hacia el sector público (3,7% del PIB), donde destaca el financiamiento al Gobierno Central (4,8% del PIB). Por su parte en el sector privado sobresale la inversión directa, la cual se espera que alcance una participación de 4,9% del PIB este año, inferior a lo recibido un año atrás, pero que supera en seis décimas del PIB lo registrado en el quinquenio que concluyó en el 2020 (Gráfico 45).

Estos recursos permitirían financiar la brecha de la cuenta corriente y propiciar una acumulación de activos de reserva en el 2022 (11,7% del PIB), lo que implica una recuperación de los niveles de reservas, después del uso transitorio de reservas que hizo el Banco Central ante el atraso en las aprobaciones de los créditos externos de apoyo presupuestario durante el 2021.

El ingreso neto de recursos al sector público estaría explicado, principalmente, por los desembolsos hacia el Gobierno General (*USD 3.388 millones*), en particular, de los créditos de apoyo presupuestario (*USD 1.935 millones*), la colocación de títulos valores (se supone que en el 2022 se colocarían *USD 1.000 millones*) y los préstamos vinculados a proyectos de inversión (*USD 453 millones*); ingresos que serían parcialmente compensados por la amortización de pasivos externos (*USD 191 millones*). Claro está que el supuesto de la colocación de títulos valores en el exterior y el desembolso de otros

créditos externos previsto en este ejercicio está condicionado a su aprobación por parte de la Asamblea Legislativa<sup>57</sup>.

**Gráfico 45. Componentes seleccionados de la balanza de pagos**  
Porcentaje del PIB



Nota: Cifras preliminares para 2021 y proyecciones 2022-2023.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el 2023 la cuenta financiera registraría un menor acceso a recursos externos, fundamentalmente por el menor financiamiento externo neto hacia el sector público (2,3 p.p. del PIB). El Gobierno General recibiría menores desembolsos de créditos de apoyo presupuestario (0,2 p.p. del PIB) y debe cancelar títulos de deuda externa (USD 1.000 millones) colocados en noviembre del 2012<sup>58</sup>; mientras que para los bancos públicos se supuso que incrementarían sus activos externos y cancelarían títulos de deuda externa (USD 500 millones).

Por su parte, se espera que para ese mismo año el sector privado muestre un nivel similar en los flujos netos en relación con el año previo (2,0% del PIB). Respecto a la inversión directa, ésta continuaría el proceso de moderación estimado para el 2022, luego del fuerte crecimiento en el 2021 (efecto rebote), aunado a las expectativas de un menor crecimiento mundial en respuesta a las políticas monetarias restrictivas en economías avanzadas, recientemente exacerbadas por la incertidumbre de una escalada en la tensión geopolítica por el conflicto Rusia-Ucrania.

Bajo este panorama, el financiamiento externo neto esperado en el 2023 sería menor al resultado conjunto de la cuenta corriente y la cuenta de capital, lo que propiciaría una

<sup>57</sup> Proyecto de Ley de autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional y contratar líneas de crédito, expediente 23.036.

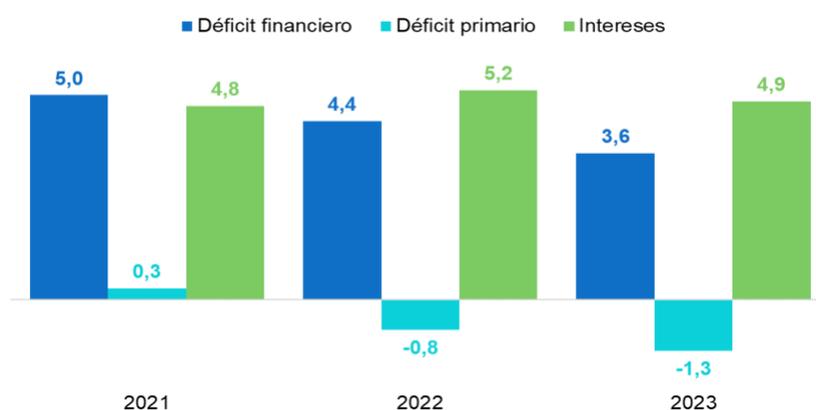
<sup>58</sup> Este efecto compensaría el ingreso de USD 1.000 millones previsto más adelante en el 2023 por la colocación de títulos de deuda externa por el Gobierno Central.

reducción de activos de reserva de USD 98 millones y, ubicaría este acervo en una razón de 10,8% respecto al PIB al cierre del año.

*Según las estimaciones del Ministerio de Hacienda, para el bienio 2022-2023 continuaría la mejora en el resultado fiscal, como producto de los esfuerzos de contención del gasto, influidos por la aplicación de la regla fiscal contemplada en la Ley 9635 y el incremento en la recaudación tributaria.*

Para el bienio 2022-2023, el escenario base del Ministerio de Hacienda estima que el Gobierno Central alcanzará, en ese orden, déficits financieros equivalentes a 4,4% y 3,6% del PIB y superávits primarios del orden de 0,8% y 1,3% del PIB (Gráfico 46). Estos resultados no contemplan ingresos adicionales asociados a la posible aprobación legislativa de los proyectos de ley incluidos en el convenio de financiamiento suscrito con el FMI; es decir, se trata de un escenario pasivo desde el punto de vista de reformas tributarias adicionales, y contrasta en ese sentido con el escenario activo en el IPM de enero del 2022. El escenario en este informe sí supone que continuaría el dinamismo de la recaudación tributaria congruente con el proceso de recuperación económica y que se aplica la regla fiscal sobre los gastos totales.

**Gráfico 46. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses**  
Porcentaje del PIB



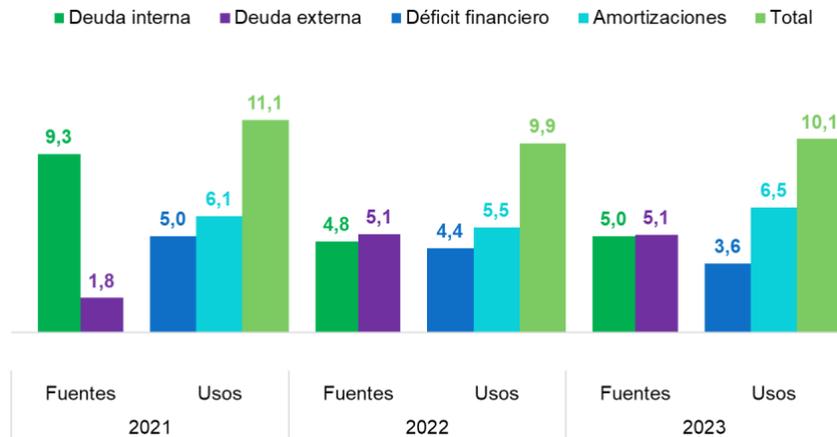
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

Dado lo anterior, se prevé un menor financiamiento neto en el bienio en comentario (Gráfico 47). En particular, la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda estima que el requerimiento bruto de financiamiento alcanzaría 9,9% en el 2022 y 10,1% del PIB un año después. En particular, habría un mayor flujo de recursos externos (créditos de apoyo presupuestario y colocación de bonos por USD 1.000 millones cada año)<sup>59</sup>, además del ingreso de los recursos por el crédito con el FMI y otros vinculados con proyectos de inversión pública. Con ello, la razón de la deuda a PIB se mantendría

<sup>59</sup> La Dirección de Crédito Público contempló en su ejercicio de proyección, la eventual colocación de bonos deuda externa (hasta por USD 6.000 millones) en el periodo 2022-2027, mediante emisiones anuales de USD 1.000 millones.

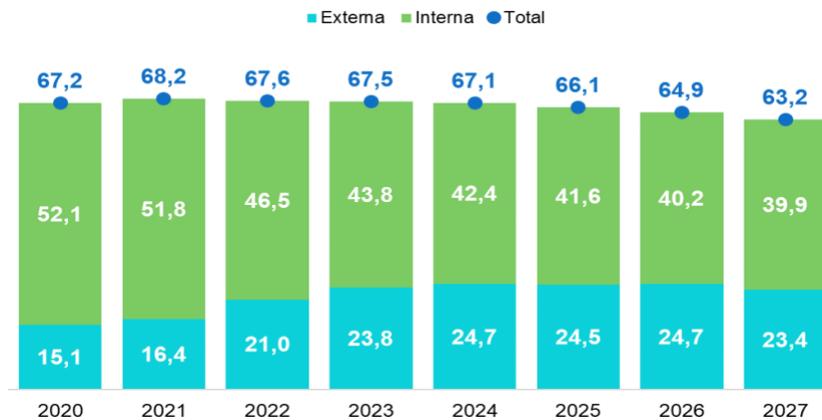
en torno a 67,6% en estos años, para luego empezar una trayectoria descendente en los años siguientes (Gráfico 48).

**Gráfico 47. Gobierno Central: fuentes y usos del financiamiento neto**  
*Porcentaje del PIB*



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

**Gráfico 48. Gobierno Central: razón de deuda**  
*Porcentaje del PIB*



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

Por su parte, el resto del sector público no financiero continuará con resultados superavitarios en torno a 0,5% del PIB por año, ligeramente inferior a lo observado previo a la pandemia. Aunque se mantiene el proceso de recuperación de las finanzas de la mayoría de las entidades públicas, el proceso ha sido un poco más pausado de lo previsto, especialmente en la CCSS y RECOPE. Para el Banco Central se estima un déficit financiero en torno al 0,2% del PIB en el bienio 2022-2023.

### ***Perspectivas favorables para crecimiento del crédito al sector privado***

Dada la meta de inflación, el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo, y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crezca en torno a 4,0% en el 2022 y 3,4% en el 2023.

Asimismo, en línea con la moderación en el crecimiento de la actividad económica, la mejora en la percepción de los agentes económicos sobre el desempeño macroeconómico y la disponibilidad de fondos prestables por parte de los intermediarios financieros, se estima que el crédito al sector privado continuaría la senda de recuperación observada en 2021, pero a un menor ritmo que el previsto en el informe de enero (4,2% en 2022 y 4,7% en 2023). Esa revisión a la baja reflejaría el tono más restrictivo de la política monetaria y las mayores tasas de interés resultantes. El crecimiento del crédito estaría explicado por mayores colocaciones en moneda nacional, toda vez que se supone que continúa la desdolarización observada en los últimos años en el crédito total.

### ***La inflación se ubicaría en valores superiores al rango de tolerancia alrededor de la meta (3% ± 1 p.p.) para la mayor parte del bienio 2022-2023; los riesgos sobre esta trayectoria, en general, se muestran balanceados.***

En el horizonte de pronóstico, que comprende los ocho trimestres que transcurren entre el II trimestre del 2022 y el I trimestre del 2024, los modelos de proyección señalan una trayectoria para la inflación subyacente y la inflación general mayor a la prevista en el IPM de enero del 2022. Los riesgos sobre estas trayectorias en general se muestran balanceados.

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

El comportamiento esperado de los determinantes macroeconómicos de la inflación conduciría a que la inflación subyacente, indicador que captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda, sobre las cuales tiene efecto la política monetaria, se ubique en promedio en torno a un 4,3 % en el 2022 y que para el 2023 retorne al rango meta. (Gráfico 49A)<sup>60</sup>.

La brecha de producto, negativa desde el 2019, ha tendido a reducirse como consecuencia de la aceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica observado en el 2021. Sin embargo, la moderación prevista en la tasa de crecimiento de

---

<sup>60</sup> Estas proyecciones son generadas a partir del modelo macroeconómico del Banco Central, con información disponible al 25 de abril del 2022 de proyecciones de precios de materias primas en los mercados internacionales, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras, y toman en cuenta la respuesta de la tasa de interés de política monetaria, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de proyección es de 8 trimestres, lo cual considera los rezagos con que opera la política monetaria.

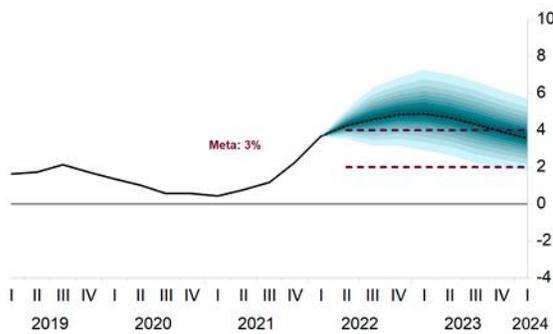
los años 2022 y 2023 indica que la economía mantendría alguna capacidad ociosa en ese lapso, y eso ayudaría a contener la inflación<sup>61</sup>.

Por su parte, se proyecta una inflación general, medida con el IPC, que en promedio sería de 5,9% en 2022 y de 4,5 % en 2023 (Gráfico 49B). Su dinámica refleja presiones debidas a mayores precios internacionales de materias primas, especialmente hidrocarburos y alimentos, y mayores costos de fletes marítimos, asociados en buena medida con la inestabilidad geopolítica en el entorno internacional. Se espera que los efectos de este choque tiendan a diluirse en el año 2023. La trayectoria de la inflación general (IPC) también refleja las presiones en el mercado cambiario que se observaron en 2021 y lo que transcurre de 2022.

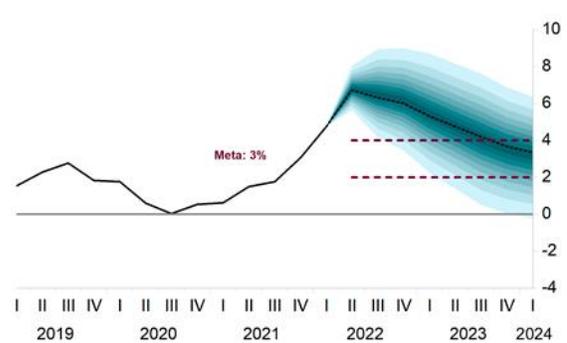
### Gráfico 49. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes <sup>1</sup>

A. **Inflación subyacente**



B. **Inflación general (IPC)**



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>61</sup> En el recuadro 3 se discute la estimación que realiza el BCCR del producto potencial y la brecha del producto.

### Recuadro 3. Producto potencial y brecha del producto en Costa Rica

Una idea errónea muy frecuente en la discusión sobre producto potencial es que corresponde a la producción posible si toda la fuerza de trabajo estuviera empleada y se usara todo el capital. En realidad, el concepto de producto potencial se refiere a la máxima producción que puede alcanzar una economía cuando los factores de producción se utilizan a sus tasas máximas *sostenibles*, es decir, cuando se usan a tasas coherentes con un crecimiento sostenido y una inflación estable. El producto potencial aproxima la oferta agregada en la economía, y su evolución es determinada fundamentalmente por factores estructurales que influyen en la eficiencia y flexibilidad con que se puede asignar los recursos, así como en su productividad.

Un concepto asociado es el de brecha de producto, que es la diferencia entre la producción efectiva y el producto potencial, expresada como porcentaje del producto potencial. Una brecha positiva es indicativo de presiones de demanda que hacen que los factores se empleen por encima de su capacidad más eficiente y que ello conduzca a presiones al alza sobre los precios de la economía. Lo opuesto ocurre cuando la brecha de producto es negativa, que indica una producción efectiva por debajo de la correspondiente al uso máximo sostenible de los recursos. Por esta razón, la brecha de producto es útil para evaluar la existencia de presiones inflacionarias en la economía, por lo que es muy usada en bancos centrales para informar sus decisiones de política monetaria<sup>62</sup>.

El producto potencial no es directamente observable, por lo que para aproximarlos se recurre a metodologías econométricas, sea mediante modelos estructurales o puramente estadísticos. La estimación estará siempre sujeta a incertidumbre, así que una práctica común en agencias estadísticas y bancos centrales es realizar la estimación utilizando un conjunto de métodos. Precisamente, en el Banco Central de Costa Rica (BCCR) el producto potencial se estima por medio de la combinación de un método estructural, el de la función de producción, y dos métodos estadísticos, los filtros de Hodrick-Prescott y de Hamilton. En el resto de este recuadro se exponen los principales detalles de la implementación vigente de estas metodologías<sup>63</sup>.

#### Filtros estadísticos

El objetivo de aplicar un filtro estadístico al producto observado es obtener una serie de datos que representen la tendencia subyacente de la producción, libre de fluctuaciones cíclicas o estacionales asociadas con factores de demanda, y que por ende aproxime la producción potencial de la economía.

---

<sup>62</sup> Debe acotarse que la política monetaria tiene una limitada capacidad para influir en los factores que determinan el potencial productivo de la economía. Estimular el crecimiento potencial requiere políticas estructurales que corrijan problemas como la falta de correspondencia entre las características del factor humano que demanda la economía y la oferta disponible, ineficiencia en la asignación de recursos o falta de competencia en algunos mercados.

<sup>63</sup> El trabajo realizado por el BCCR en este tema también puede consultarse en [Esquivel y Rojas \(2007\)](#), [Monje \(2012\)](#), [Monje y Vindas \(2015\)](#) y [Álvarez \(2018\)](#).

El filtro de Hodrick-Prescott es uno de los más utilizados para este fin. El componente de tendencia se obtiene de forma que se minimice la suma de dos componentes: uno que resume las desviaciones del producto efectivo con respecto a dicha tendencia (componente cíclico) y otro que resume la variabilidad de la tasa de crecimiento de la tendencia. Para implementar el filtro se usan adelantos y rezagos de la serie, y se escoge un parámetro de suavizamiento  $\lambda$  para el segundo componente mencionado.

Para la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott se toman algunas precauciones. En primer lugar, debido a la forma en que se estima la tendencia, los últimos valores de la serie tienen una influencia particularmente alta en la tendencia estimada. La forma usual de lidiar con este problema es extender mediante pronósticos la serie que va a ser filtrada y filtrar sobre el conjunto de datos observados y pronosticados. Segundo, debido a que se utilizan adelantos de la serie, el efecto de cambios de gran magnitud podría manifestarse en la tendencia desde antes de que ocurran. Esto es de particular importancia en el contexto de la pandemia por COVID-19. Una forma de hacer frente a este problema es estimar la tendencia para períodos previos a la pandemia con datos hasta el último período antes de su inicio, y para períodos posteriores a su inicio estimar la tendencia con la serie completa. Finalmente, otra crítica al filtro es que a menudo se utilizan los valores para el parámetro de suavizamiento  $\lambda$  sugeridos por Hodrick y Prescott para la economía de los EE. UU. Sin embargo, el BCCR utiliza estimaciones propias de dicho parámetro, realizadas con datos para la economía costarricense<sup>64</sup>.

Hamilton (2018) propone una alternativa al filtro Hodrick-Prescott. Este método es de aplicación más simple que la de otros filtros, pues los valores filtrados son los valores ajustados de una regresión lineal realizada con base en cierto número de rezagos de la serie<sup>65</sup>. Algunos estudios sobre su aplicación muestran que los resultados de este filtro son más robustos que los de otros filtros a revisiones en tiempo real de los datos de producto. Sin embargo, la literatura sobre la aplicación empírica del filtro de Hamilton no ha alcanzado un consenso definitivo sobre si tiene propiedades superiores al Hodrick-Prescott<sup>66</sup>.

### **El enfoque de la función de producción**

Una función de producción es un modelo estilizado de la forma en que se utilizan los factores en una economía para obtener su producción. La aplicación de este método para aproximar el producto potencial implica dos pasos:

- i. La estimación de *coeficientes* para cada factor en la función de producción.
- ii. La estimación de los valores de la *tendencia* de cada factor, es decir, su evolución libre de fluctuaciones cíclicas. Estos valores se usan en la función de producción para obtener el valor estimado de la producción potencial.

---

<sup>64</sup> Las dos referencias más reciente son Esquivel et al (por publicar) y Álvarez (2017).

<sup>65</sup> La especificación de la regresión propuesta por Hamilton es

$$y_{t+h} = \alpha + \beta_0 y_t + \beta_1 y_{t-1} + \dots + \beta_p y_{t-(p-1)} + v_{t+h}, \text{ con } h=8 \text{ y } p=4 \text{ para datos trimestrales.}$$

<sup>66</sup> Ver Quast y Wolters (2022), Hall y Thomson (2021), Schüller (2018), Jönsson (2020a, 2020b), Canova (2020) y Paramaguru (2021), entre otros.

El BCCR utiliza una función de producción Cobb-Douglas con retornos constantes a escala, dada por

$$Y_t = A_t K_t^\alpha H_t^{1-\alpha}$$

donde  $Y_t$  es el producto observado,  $K_t$  es el acervo de capital físico,  $H_t$  es el capital humano y  $A_t$  es la productividad total de los factores. Los coeficientes  $\alpha$  y  $1 - \alpha$  indican la importancia relativa de cada uno en el proceso de producción, y se estiman a partir de valores *observados* de los factores y el producto. Si en la función resultante se sustituyen los valores de *tendencia* de los factores, se obtiene una estimación de la producción también libre de fluctuaciones cíclicas, lo que corresponde a la idea de producto potencial<sup>67</sup>. En la estimación del BCCR, los valores de tendencia se obtienen mediante el filtro Hodrick-Prescott implementado como se ha descrito.

La estimación econométrica de los coeficientes debe tomar en cuenta que los factores y la producción se determinan simultáneamente en el proceso productivo: el nivel de producción influye en las decisiones de asignación de capital y trabajo, pero esas decisiones también influyen en el nivel de la producción. Por esa razón, para obtener una estimación del coeficiente con propiedades deseables se utiliza mínimos cuadrados en dos etapas, un método de estimación de variable instrumental. Con datos para el período 1993-2021 se obtiene un coeficiente para el capital de 0,43, que es estadísticamente significativo. Las estimaciones son muy similares si se utilizan datos trimestrales o anuales, y si se usa el período completo o se excluye los años 2020-2021<sup>68</sup>.

La medida del acervo de capital utilizada corresponde al total de maquinaria, equipo y nuevas construcciones, neto, medido en cadena monetaria. Es estimado por el BCCR y es coherente con la evolución histórica y proyectada del producto interno bruto. La serie no se ajusta por utilización.

La serie de capital humano se construye como

$$H_t = (\text{ocupados}) \times (\text{horas efectivas trabajadas}) \times (\text{escolaridad promedio}).$$

Las series de ocupados y de horas efectivas trabajadas en el empleo principal se actualizan con los datos de la Encuesta Continua de Empleo del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC). Debe acotarse que tanto los ocupados como las horas laboradas cayeron durante el año 2020 como resultado de la pandemia por COVID-19. La escolaridad promedio (población de 15 años y más) se actualiza con datos de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH).

---

<sup>67</sup> Esta forma funcional es ampliamente utilizada por bancos centrales, agencias estadísticas y organizaciones internacionales. Ver por ejemplo Chalaux y Guillemette (2019) en la OCDE, Shackleton (2018) en la Congressional Budget Office de los EE.UU, y Linniert y Gilmore (2015) en el Banco de Reserva de Nueva Zelanda, entre muchos otros.

<sup>68</sup> La función se estima en forma log lineal. El resultado también es muy similar si se estima mediante el Método Generalizado de Momentos. Otro enfoque para la estimación de este coeficiente es calcular el excedente de explotación para el capital a partir de datos de las cuentas nacionales, lo que resulta en un valor de 0,436.

Como se ha mencionado, para obtener el producto potencial con la función de producción estimada se requiere contar con valores de tendencia de las series, ya libres de movimientos cíclicos. En el caso del capital humano, esto es análogo a estimar la serie con base en alguna medida del desempleo compatible con inflación estable. Si se obtiene la tendencia de la serie de capital humano mediante el filtro de Hodrick-Prescott y las horas laboradas efectivas se mantienen en 40 por semana, el promedio de la tasa de desempleo implícita en la tendencia del capital humano para el período 2011-2021 es 10,4%, y se incrementa ligeramente en el período de pandemia<sup>69</sup>.

El cuadro 3.1 muestra las tasas de variación de las tendencias de los factores de producción y de la productividad. En todos los casos es notorio el efecto de la pandemia por COVID-19, particularmente en el capital humano, que decrece 3,3%, y en la productividad, que cae 1,4%<sup>70</sup>. En todos los casos durante 2021 se da un movimiento de las tasas hacia sus valores previos a la pandemia.

**Cuadro 3.1**  
**Tasas de variación de tendencias de factores de producción y de la productividad**

	2017	2018	2019	2020	2021
Capital humano	1,2	1,4	1,6	-3,3	2,3
Capital físico	4,5	4,3	4,1	2,8	3,4
Productividad total de los factores	0,7	0,5	0,3	-1,4	1,7

*Fuente:* Banco Central de Costa Rica.

### **Estimación vigente del producto potencial y la brecha de producto de Costa Rica**

La serie de producto potencial se obtiene como el promedio simple de las estimaciones de función de producción, filtro de Hodrick-Prescott y filtro de Hamilton. El promedio de la tasa de variación del producto potencial así estimado es 3,6% para el período 2010-2019 y 3,3% si además se incluyen los años 2020-2021.

Las estimaciones sugieren que la pandemia por COVID-19 desaceleró el crecimiento del producto potencial a 0,6% en 2020, tras crecer a tasas mayores a 3% en años previos. La fuerte caída en la producción efectiva resultó en una brecha de producto de -5,2%. Si bien durante 2021 el crecimiento de la producción permitió recuperar el terreno perdido, la brecha medida para el año permaneció negativa (Gráfico 3.1). El efecto de la pandemia

<sup>69</sup> La estimación de la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) es un área de continua investigación en el BCCR. En el Recuadro 1 de este Informe de Política Monetaria se exponen algunos avances recientes de Garita y Sandoval (2022, por publicar), quienes encuentran evidencia de que los niveles altos de desocupación observados desde 2010 se han vuelto estructurales.

<sup>70</sup> Fernald y Li (2021) y FMI (2021) discuten razones por las cuales la pandemia podría haber afectado la productividad. Estas incluyen costos de ajuste por transición al teletrabajo, ajustes en las cadenas de oferta hacia modelos menos eficientes pero más robustos, efectos del desempleo prolongado en la productividad laboral, y subutilización del capital por desaparición de empresas, cese de producción por restricciones de movilidad o reubicación entre actividades productivas.

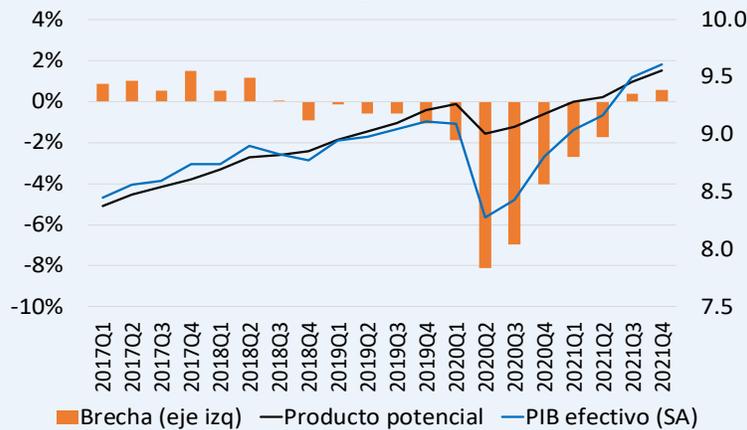
se hizo sentir más notoriamente durante los trimestres segundo y tercero de 2020, cuando la brecha de producto estimada se ubicó entre -6% y -8% (Gráfico 3.2). Las estimaciones sugieren que hacia mediados de 2021 la brecha de producto estaría cercana a cero, aunque debe aclararse que el nivel del producto potencial todavía se ubica por debajo de la tendencia que mostraba antes de la pandemia.

**Gráfico 3.1**  
**Tasas de variación del PIB y el producto potencial, y brecha de producto**



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Gráfico 3.2**  
**Producto potencial, efectivo y brecha**  
*Billones de colones y puntos porcentuales*



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Cuadro 9 presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

**Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas**

	2021	Proyección 2022		Proyección 2023	
		IPM Abril-22	IPM Enero-22	IPM Abril-22	IPM Enero-22
<b>PIB (miles de millones de €)</b>	39.993	43.235	42.798	46.256	45.616
Tasas de crecimiento (%)					
PIB real	7,8	3,4	3,9	3,9	4,0
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	5,5	1,6	2,2	4,3	4,1
<b>Tasa de desempleo <sup>1/</sup></b>	13,7				
<b>Inflación (%)</b>					
Meta (variación interanual IPC)		3,0% (±1 p.p.)		3,0% (±1 p.p.)	
Variación interanual IPC <sup>2/</sup>	3,3	5,9	3,6	4,5	3,3
<b>Balanza de Pagos (% PIB)</b>					
Cuenta corriente	-3,3	-4,6	-3,4	-3,5	-2,7
Cuenta comercial	-6,4	-8,1	-6,7	-7,6	-6,7
Cuenta financiera	-2,9	-5,7	-6,2	-3,4	-1,6
Saldo activos de reserva	10,7	11,7	13,3	10,8	11,8
<b>Sector Público Global Reducido (% PIB)</b>					
<b>Resultado Financiero</b>	-3,5	-4,0	-2,7	-3,3	-1,8
Gobierno Central <sup>3/</sup>	-5,0	-4,4	-3,6	-3,6	-2,7
Resto SPNF	1,7	0,5	1,0	0,5	1,0
BCCR	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Deuda Gobierno Central (% PIB)</b>	68,2	67,6	70,3	67,5	69,4
<b>Agregados monetarios y crediticios (variación %) <sup>4/</sup></b>					
Liquidez total (M3)	6,3	6,9	7,2	7,5	7,1
Riqueza financiera total	5,4	4,0	3,7	3,4	3,3
Crédito al sector privado	2,2	4,2	4,4	4,7	5,0
Moneda nacional	4,8	6,3	6,7	7,0	7,5
Moneda extranjera	-2,1	0,5	0,5	0,5	0,5

<sup>1/</sup> Al IV trimestre de 2021, según Encuesta Continua de Empleo del INEC.

<sup>2/</sup> Para el 2022-2023 corresponde al promedio anual de cada año.

<sup>3/</sup> Estimaciones del Ministerio de Hacienda.

<sup>4/</sup> Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### 3.3 Balance de riesgos

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2022-2023 incorpora la mejor información disponible a abril del 2022. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo de origen externo e interno en torno a los supuestos que sustentan las cifras previstas, que las podrían desviar de lo previsto.

*Los principales riesgos externos están relacionados con el comportamiento de los precios de las materias primas, las posibles respuestas de política en las principales economías avanzadas, la evolución de la pandemia y más recientemente el impacto económico de la invasión rusa a Ucrania.*

El ritmo de recuperación de la economía mundial y de nuestros principales socios comerciales podría ser menor al incorporado en este ejercicio debido a la incertidumbre por la mayor inestabilidad geopolítica generada por la invasión rusa a Ucrania, por las perspectivas de ajustes al alza de las tasas de interés, especialmente por parte de la

Reserva Federal de Estados Unidos debido a las mayores presiones de inflación, y por la evolución de la pandemia por COVID-19.

Un crecimiento de nuestros principales socios comerciales por debajo del esperado resultaría en una demanda externa inferior a la prevista, lo que podría conducir a un crecimiento del PIB local por debajo del proyectado que, a su vez, generaría presiones a la baja en la inflación en comparación con la senda prevista.

Por otra parte, precios de las materias primas diferentes a los incorporados en este informe podrían generar desvíos de la proyección central de inflación y producción antes mencionadas. Estos precios, en especial los del petróleo, se caracterizan por una alta volatilidad y continuarán dependiendo de la evolución de la pandemia por COVID-19, de las disrupciones en las cadenas productivas y su efecto sobre costos de transporte internacionales, y de si se intensifica el conflicto que ha generado la invasión de Rusia a Ucrania. En el caso del precio del petróleo, la situación se podría agudizar si las naciones de Occidente no pueden negociar con otros suplidores de hidrocarburos (Venezuela e Irán, por ejemplo).

Si se dieran mayores tasas de interés en respuesta a una inflación más alta y prolongada de lo previsto por los bancos centrales y organismos internacionales, ello tendría un efecto a la baja sobre la producción y además elevaría el costo de la deuda del país y podría incentivar la salida de capitales y presionar al alza tanto al tipo de cambio como a la inflación doméstica.

***Entre los principales riesgos internos destacan que las presiones inflacionarias externas puedan afectar más persistentemente las expectativas de inflación, la ausencia o retraso en el ingreso de créditos externos multilaterales de apoyo presupuestario, la demanda de divisas por parte de las operadoras de fondos de pensiones y la evolución de la pandemia.***

Los recientes incrementos de la inflación podrían introducir inercia en la inflación misma y en las expectativas, y con ello en los salarios y en los contratos de mayor plazo (alquileres, educación y transporte, por ejemplo), y generar de esa forma efectos de segunda ronda, con lo que el aumento en la inflación podría tornarse más duradero.

Si bien se mantiene la mejora sostenida de los resultados fiscales y se aprobó la Ley Marco de Empleo Público, todavía queda pendiente la aprobación de algunos de los créditos de apoyo presupuestario para afianzar el proceso hacia la sostenibilidad fiscal. En su ausencia se podría comprometer la sostenibilidad de este proceso.

En ausencia de lo anterior, aumentaría el riesgo país y con él las tasas de interés locales, lo que afectaría la senda de recuperación de la inversión y consumo, con efectos negativos sobre la actividad económica. Por otra parte, la incertidumbre sobre la estabilidad macroeconómica del país, aunada a un incremento de las tasas de interés internacionales, podría generar salidas de capitales, y con ello presiones al alza en el tipo de cambio y en las expectativas de variación cambiaria. Esto último se podría acentuar debido a una mayor demanda de divisas superior a la contemplada en este ejercicio por parte del sector público no bancario para enfrentar vencimientos de deuda, y de las operadoras de fondos de pensiones, que buscan diversificar sus carteras de inversión. Particularmente, si la fuerte demanda de divisas por parte de los fondos de pensión resultare aún mayor a la prevista, podría presionar al alza el tipo de cambio y a la baja las reservas.

En lo que respecta a la pandemia del COVID-19, a pesar de que la cantidad de casos confirmados se modera como resultado del avance en vacunación, la economía costarricense no está exenta de que rebotes o nuevas variantes del virus resten impulso al ritmo de recuperación económica, situación que podría generar presiones a la baja en la inflación.

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

Finalmente, recientemente se conoció de que “hackers” vulneraron bases de datos de sistemas de los ministerios de Hacienda, Ciencia, Innovación, Tecnología y Telecomunicaciones, Trabajo y Seguridad Social, así como del Instituto Meteorológico Nacional y de la Caja Costarricense de Seguro Social. Esta situación no se descarta que se presente en otros ministerios, entidades públicas o empresas privadas. Por ahora, se desconoce si la estrategia de los atacantes ha sido la de extraer información o de “encriptarla” (ocultar el acceso a la información mediante una clave). El problema de ciberseguridad en las plataformas tecnológicas ha sido particularmente relevante para el Ministerio de Hacienda, que se ha visto obligado a suspender sistemas de información de comercio exterior y de declaración de impuestos. La magnitud y duración de esta problemática se desconoce y constituye un riesgo para las proyecciones de producción (a la baja) e inflación (al alza) de este ejercicio.

### **3.4 Acciones futuras de política monetaria**

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como pilar fundamental de la estabilidad macroeconómica. Para lo que resta del 2022 y para 2023, reitera su meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%, con un margen de tolerancia de  $\pm 1$  p.p.

En línea con lo anterior, debido a la mayor inflación proyectada por las fuertes presiones externas, desde diciembre del 2021 la Junta Directiva del BCCR inició un proceso gradual de normalización de la TPM, con lo cual a la fecha acumula un ajuste al alza de 325 p.b. en la TPM. De conformidad con lo acordado por la Junta Directiva, mantendrá una senda de aumentos en la TPM y calibrará esos aumentos conforme resulte necesario para acercar la TPM a una posición neutral, con el objetivo de que la inflación proyectada (condicionada a las proyecciones de precios externos, la brecha del producto y las expectativas de inflación, entre otros) retorne en el mediano plazo al rango de tolerancia ( $3\% \pm 1$  punto porcentual).

También con este fin, gestionará la liquidez del sistema financiero de forma tal que la liquidez agregada sea coherente con la postura de la política monetaria. Adicionalmente, continuará mejorando la comunicación con el público para contribuir a la formación de las expectativas y, por esta vía, lograr su objetivo de inflación.

En cuanto a la política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, sin alterar su tendencia, y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado. Además, el Banco Central implementará las medidas adoptadas el pasado 23 de febrero para mejorar el funcionamiento del mercado cambiario.