

INFORME DE
**POLÍTICA
MONETARIA**

OCTUBRE 2021



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>

Índice de contenido

ABREVIATURAS.....	II
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	IV
ÍNDICE DE CUADROS.....	VII
EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCCR.....	IX
PRESENTACIÓN.....	10
RESUMEN.....	13
CAPÍTULO 1. CONDICIONES MACROECONÓMICAS QUE INCIDEN EN LA POLÍTICA MONETARIA.....	22
1.1 <i>Economía internacional.....</i>	22
1.2 <i>Actividad económica interna y mercado laboral.....</i>	33
1.3 <i>Condiciones financieras.....</i>	46
1.4 <i>Inflación.....</i>	50
CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR.....	61
2.1 <i>Tasa de Política Monetaria.....</i>	61
2.2 <i>Facilidad crediticia para los intermediarios financieros.....</i>	63
2.3 <i>Gestión de la liquidez de corto plazo de la economía.....</i>	65
2.4 <i>Participación del BCCR en el mercado cambiario.....</i>	68
2.5 <i>Participación del Banco Central en el programa con el FMI.....</i>	71
CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y BALANCE DE RIESGOS.....	74
3.1 <i>Proyecciones para la economía mundial.....</i>	74
RECUADROS: RETOS A CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO PARA LA BANCA CENTRAL.....	95
<i>Recuadro A. Aumento de la inflación internacional.....</i>	95
<i>Recuadro B. Cambio climático: riesgos para la estabilidad del sistema financiero</i>	99
<i>Recuadro C. Dinero digital y banca central.....</i>	104

Índice de gráficos

Gráfico 1. Niveles de actividad económica en algunas economías	23
Gráfico 2. Indicadores de evolución del COVID-19 y movilidad en economías seleccionadas.....	24
Gráfico 3. Indicadores de actividad económica	26
Gráfico 4. Tasa de desempleo en algunas economías	27
Gráfico 5. Indicadores de precios de materias primas	28
Gráfico 6. Costa Rica: términos de intercambio y precios de combustibles.....	28
Gráfico 7. Índices de precios al consumidor de algunos países	30
Gráfico 8. Tasa de Política Monetaria en economías seleccionadas	32
Gráfico 9. Algunas economías emergentes: relación deuda pública a PIB	33
Gráfico 10. PIB en volumen trimestral	34
Gráfico 11. Confianza de consumidores y empresarios.....	35
Gráfico 12. Nivel del PIB en volumen del tercer trimestre por componentes del gasto	35
Gráfico 13. Nivel del PIB en volumen del tercer trimestre por actividad económica.....	38
Gráfico 14. Indicadores del mercado laboral.....	39
Gráfico 15. Indicadores de oferta y demanda de trabajo.....	40
Gráfico 16. Salario según actividad económica, formalidad y sector institucional.	41
Gráfico 17. Variación en el Índice mensual de actividad económica y el índice de avisos de empleo (IAE) en agosto de 2021 con respecto a febrero 2020.....	42

Gráfico 18. Gobierno Central resultados primario y financiero	44
Gráfico 19. Medio circulante amplio, depósitos a plazo y liquidez total: variación interanual	46
Gráfico 20. Relación entre la liquidez total y el PIB	46
Gráfico 21. Liquidez (LT) y riqueza financiera total (RFT): participación del componente en moneda extranjera	47
Gráfico 22. Premio por ahorrar en moneda nacional por plazo	48
Gráfico 23. Crédito al sector privado por moneda	49
Gráfico 24. Tasa de Política Monetaria, Tasa básica pasiva, tasas de interés pasivas por plazo y tasas activas por tipo de actividad	50
Gráfico 25. Inflación general e inflación al productor de la manufactura	51
Gráfico 26. Precios al productor de la manufactura por tipo de bien para el mercado interno	52
Gráfico 27. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas	53
Gráfico 28. Efecto base sobre la tasa de inflación	54
Gráfico 29. Tipo de cambio y precios del cóctel de hidrocarburos importados y de los combustibles locales	55
Gráfico 30. Inflación general, según componentes	56
Gráfico 31. Tasa de política monetaria del BCCR	62
Gráfico 32. TPM real y tasa de interés real neutral	63
Gráfico 33. Posición neta del BCCR en el MIL y encaje excedente	66
Gráfico 34. Posición neta promedio de los intermediarios financieros durante el 2021	67
Gráfico 35. Tasas de interés en el MIL a un día plazo en moneda nacional	68
Gráfico 36. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex	70
Gráfico 37. Intervención del BCCR en Monex	70

Gráfico 38. Evolución del saldo de las RIN.....	71
Gráfico 39. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2021-2022.....	75
Gráfico 40. Proyecciones de inflación para el 2021-2022.....	77
Gráfico 41. Componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos	85
Gráfico 42. Déficit en cuenta corriente, pasivos de inversión directa, saldo activos de reserva y créditos de apoyo presupuestario	86
Gráfico 43. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses	87
Gráfico 44. Gobierno Central: proyección de la razón de deuda	88
Gráfico 45. Proyección de inflación	89

Índice de cuadros

Cuadro 1. Principales indicadores de crecimiento económico en volumen, por componentes del gasto	36
Cuadro 2. Principales indicadores de la balanza de pagos ...	43
Cuadro 3. Evolución de las tasas de interés de la deuda bonificada colocada entre enero del 2020 y octubre del 2021	45
Cuadro 4. Desembolsos de la facilidad especial y temporal de financiamiento mediano plazo	64
Cuadro 5. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2021-2022	76
Cuadro 6. Principales supuestos del entorno externo para el 2021-2022	79
Cuadro 7. PIB en volumen por componentes del gasto	81
Cuadro 8. PIB en volumen por actividad económica	83
Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas	90

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.

Existen varios marcos de política monetaria, pero uno que ha cobrado fuerza en la experiencia internacional reciente es el de metas explícitas de inflación. Este marco se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del banco central de alcanzar un objetivo cuantitativo (o de un rango) 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.

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. En enero del 2018, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹, aunque en la práctica lo había implementado desde antes. El Banco Central orienta sus acciones de política monetaria al logro de una inflación baja y estable, definida como una inflación igual a 3% en el mediano plazo, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual.

La política monetaria del BCCR es prospectiva. Esto es, 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).

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 dos veces al año, al término de abril y octubre. Este informe analiza la coyuntura macroeconómica, detalla las acciones de política monetaria aplicadas por el Banco Central y presenta las proyecciones de esta entidad para la inflación y la producción.

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

Presentación

Me complace presentar, a nombre del Banco Central de Costa Rica (BCCR), el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a octubre del 2021.

La coyuntura económica internacional actual presenta aspectos positivos para la economía costarricense, específicamente en lo que respecta al desempeño de la actividad económica de los principales socios comerciales, pero también algunos retos importantes, sobre todo el surgimiento de nuevas variantes del coronavirus y la aceleración de la inflación mundial.

Las previsiones más recientes de los organismos financieros internacionales apuntan a una fuerte recuperación en el producto interno bruto (PIB) mundial. Particularmente, según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía global crecerá 5,9% en el 2021 y 4,9% el próximo año. De hecho, ya algunos socios comerciales, notablemente los Estados Unidos, han alcanzado el nivel de producción previo al inicio de la pandemia del COVID-19.

Sin embargo, es claro que el desempeño de la economía mundial sigue condicionado por el desarrollo de la pandemia. Los rebotes o nuevas olas de contagio han llevado a algunos países a retomar las medidas restrictivas en forma intermitente y focalizada para reducir la propagación del virus y la saturación hospitalaria, con un impacto sobre el ritmo de crecimiento de sus economías.

Además, el entorno internacional presenta otros aspectos desfavorables o que comportan riesgos para la economía nacional. En primer lugar, los precios de las materias primas continúan en niveles elevados y ello ha contribuido a un deterioro de los términos de intercambio de nuestro país. Además, los costos de los fletes marítimos y, en particular de los contenedores, han aumentado vertiginosamente en el último año. Todo eso se ha traducido en un aumento en la inflación en una gran cantidad de países, entre ellos las economías avanzadas y las de América Latina. De persistir esas presiones inflacionarias, algunos países podrían empezar a endurecer su política monetaria prontamente (de hecho, varios ya lo han hecho), lo cual conllevaría un alza en las tasas de interés internacionales, que afectaría a los mercados emergentes vía menor crecimiento mundial, salidas de capitales y endurecimiento de las condiciones financieras, especialmente para aquellos con una deuda pública elevada, como el nuestro.

En este contexto de expansión de la economía mundial, pero con interrupciones por la pandemia y presiones inflacionarias, la actividad económica nacional ha continuado fortaleciéndose, luego de la caída registrada en el 2020. Las cifras disponibles indican que la producción, medida por el PIB, habría alcanzado el nivel prepandemia en el tercer trimestre del 2021, uno antes de lo previsto y, medida por el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), desde el mes de junio.

Como consecuencia del fuerte repunte económico registrado hasta ahora, y de las mejores perspectivas para lo que queda del año, en este informe se revisa al alza el crecimiento proyectado para el 2021, hasta ubicarlo en 5,4% (desde 3,9% en nuestra proyección de julio pasado), y también el del próximo, que ahora se estima en 4,5% (frente a 3,7% anteriormente).

La mejora en la actividad económica es generalizada. La mayoría de los sectores ya sobrepasaron el nivel de actividad que tenían antes de la pandemia. Sin embargo, todavía quedan algunas actividades rezagadas en su recuperación, en particular las vinculadas al turismo, que fueron justamente las más golpeadas por la crisis sanitaria.

El mejor desempeño de la producción se ha manifestado también en el mercado laboral, cuyos principales indicadores han mejorado, si bien a un ritmo más lento que la recuperación en la actividad económica. Este es un fenómeno –el de un repunte del mercado laboral rezagado frente al de la producción– que se ha repetido en muchos países. Ante la incertidumbre generada por la crisis sanitaria, algunas empresas han sido cautas en recuperar sus niveles de empleo prepandemia y han ajustado su actividad a formas de producción menos intensivas en el uso del factor trabajo. También, algunas de las actividades más golpeadas por las restricciones sanitarias y las consecuencias de la pandemia (como el turismo, el comercio, la construcción y las actividades de entretenimiento) eran precisamente las más intensivas en el empleo de trabajadores, entre ellos los informales, y el empleo en el sector informal es el que está más lejos de recuperar los niveles prepandemia.

Las cuentas fiscales muestran también resultados significativamente mejores, no solo en comparación con el año anterior, sino también con lo proyectado inicialmente. Así, con la información acumulada a setiembre del 2021, el Gobierno generó un superávit primario (excluye el pago de intereses) de 0,3% del PIB, que contrasta con el déficit de 2,6% registrado 12 meses atrás. En igual sentido, el déficit financiero a esa fecha ascendió a 3,8% del PIB, por debajo del 6,5% en el 2020. Esta mejora se observa aún si se ajustan las cifras para excluir los efectos de algunos cambios legales (por ejemplo, el que manda la incorporación de órganos desconcentrados a las cifras del Gobierno Central a partir del 2021 y el que ajustó el periodo de declaración de impuesto sobre la renta.

Los mejores resultados fiscales se asocian con una significativa contracción del gasto primario, que ha ido más allá del cumplimiento de la regla fiscal, y también con una mayor recaudación de ingresos. Esta, a su vez, ha sido función de la recuperación económica pero también del rendimiento mayor al proyectado de las reformas tributarias introducidas en la reforma fiscal de diciembre del 2018 (Ley 9635).

Por su parte, Costa Rica ha experimentado en meses recientes, al igual que muchos otros países, un repunte en la inflación. Este repunte obedece principalmente a dos fuerzas. En primer lugar, a efectos base como consecuencia de los bajos precios que prevalecieron en los meses iniciales de la pandemia. En segundo lugar, el alza reciente en la inflación refleja el aumento en los precios de los bienes importados, que a su vez es fruto de la conjunción de tres factores: el aumento en los precios internacionales de las materias primas (particularmente del petróleo), los mayores costos de los fletes marítimos, y la depreciación del colón.



Rodrigo Cubero Brealey

Presidente

Resumen

I. Condiciones macroeconómicas que inciden en la política monetaria

La actividad económica global muestra una rápida recuperación, pero sigue condicionada por la evolución de la pandemia, con señales de moderación en algunas economías. La reactivación ha sido 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 la continuidad de los estímulos monetarios y fiscales.

Los indicadores del mercado laboral también han mejorado, aunque más lentamente que la producción y, de manera disímil entre países, debido a factores estructurales preexistentes. En términos generales, la tasa de desempleo se mantiene en la mayoría de los países por encima de los niveles previos a la pandemia, particularmente en algunas naciones emergentes, donde la dificultad en el control sanitario ha retardado la mejora en los niveles de empleo y donde la ausencia de espacio fiscal limitó la capacidad de otorgar subsidios al empleo.

La recuperación económica global ha ido acompañada de un aumento en el precio de las materias primas. Para Costa Rica ello ha implicado un deterioro de los términos de intercambio, en especial por el incremento en el precio del petróleo desde el cuarto trimestre del 2020.

A su vez, el aumento en el precio de las materias primas propició un incremento en la inflación en la mayoría de los países. Tras las presiones inflacionarias se suman, además, otros factores, como el efecto base, las limitaciones en las cadenas de suministro y transporte de mercancías (por ejemplo, cuellos de botella en los puertos y aeropuertos), las presiones en los salarios en algunas regiones y el fortalecimiento del dólar.

Estos fenómenos son generalmente percibidos como transitorios, si bien podrían ser un poco más persistentes de lo que se había estimado inicialmente. Precisamente por esa naturaleza transitoria que se les atribuye, los principales bancos centrales de las economías avanzadas continúan con una política monetaria laxa, aunque algunos de ellos ya anunciaron el inicio del retiro (como el Banco Central Europeo) o la moderación en el ritmo de compra de activos (como el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos). Además, han empezado a surgir cuestionamientos sobre la premisa de que el repunte en la inflación es transitorio, toda vez que en algunos sectores se observan presiones salariales y las expectativas inflacionarias han aumentado.

En el caso de Costa Rica, la actividad económica alcanzó el nivel prepandemia en el tercer trimestre del 2021 (crecimiento del PIB de 8,2%), un trimestre antes de lo previsto en la revisión del Programa Macroeconómico

2021-2022. El retorno a los niveles prepandemia se da incluso desde junio, si se mide por el IMAE.

Por componentes del gasto, la mejora se sustenta en el continuo dinamismo de la demanda externa y en un repunte de la demanda interna, liderado por el gasto de consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo. Por actividad económica, la mayoría ya superó el nivel de producción prepandemia; sin embargo, el sector de hoteles y restaurantes continúa rezagado, dada la profunda caída que experimentó con la pandemia debido a su estrecha vinculación con el turismo receptor.

En línea con el comportamiento de la actividad económica, el mercado laboral mejora en el presente año, si bien la convergencia hacia los niveles de participación y ocupación prepandemia ha sido lenta. Así, el desempleo y el subempleo han tendido a la baja a lo largo del año, con mayor celeridad en los últimos tres meses. La tasa de desempleo en el trimestre móvil concluido en agosto fue de 16,4%; 3,6 p.p. menos que en diciembre del año anterior, pero aún superior en 4,2 p.p. a lo registrado previo a la pandemia (febrero 2020).

La recuperación de la actividad económica y el deterioro de los términos de intercambio explican el aumento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos durante el tercer trimestre del año en curso a 1,0% del PIB desde 0,6% en igual periodo del 2020. El déficit de la cuenta de bienes se amplió, apoyado por un repunte en las importaciones más que proporcional en relación con el aumento de las ventas externas. Por su parte, la mayor renta de la inversión directa incrementó el balance negativo de la cuenta de ingreso primario. Estos déficits fueron parcialmente contrarrestados por el aumento en el superávit de la cuenta de servicios, principalmente por la recuperación del turismo receptor.

El acceso a recursos externos, tanto del sector público como del privado, fue suficiente para financiar el resultado conjunto de la cuenta corriente y la cuenta de capital, lo que propició un incremento de activos de reserva en el tercer trimestre del año. Sin embargo, es importante señalar que al término de setiembre el saldo de los activos de reserva como porcentaje del PIB disminuyó, al pasar de 13,3% en el 2020 a 12,1% en el 2021.

Las cuentas fiscales muestran resultados mucho mejores que los del año anterior. Así, con la información acumulada a setiembre del 2021, el Gobierno generó un superávit primario (excluye el pago de intereses) de 0,3% del PIB, que contrasta con el déficit de 2,6% registrado 12 meses atrás. En igual sentido, el déficit financiero a setiembre de este año ascendió a 3,8% del PIB, por debajo del 6,5% del 2020. Esta mejora se asocia tanto con la mayor recaudación de ingresos como con la fuerte contracción de los gastos primarios. La mejora se observa aún si se ajustan las cifras para excluir los efectos de la aplicación de cambios legales que afectaron la comparabilidad de cifras de ingresos y gastos.

Pese a la mejora en los resultados primario y financiero, la deuda pública continuó en aumento. Se estima que la razón de la deuda del Gobierno Central respecto al PIB se ubicaría en 71,4% del PIB en setiembre del 2021, es decir, 6,1 p.p. más que un año antes y 3,9 p.p. por encima del saldo de diciembre del 2020. Además del continuo déficit, el saldo de la deuda aumentó como consecuencia de la exitosa colocación por parte del Gobierno de títulos de deuda en el mercado interno, que le han permitido acumular depósitos en el Banco Central por el orden del 2,2% del PIB.

El ritmo de crecimiento de los agregados monetarios se moderó en el presente año, en parte debido a la menor incertidumbre en la economía. Este comportamiento es particularmente notorio en los agregados más líquidos, que en el 2020 mostraron tasas muy elevadas debido, principalmente, a la incertidumbre sobre el curso futuro de la pandemia y su impacto en la economía. La variación interanual promedio del medio circulante amplio (M1A) entre enero y octubre pasó de 30,3% en el 2020 a 17,0% en el presente año (sin efecto cambiario), pero claramente esa tasa de crecimiento sigue siendo alta.

La política monetaria expansiva (tasas de interés a la baja) apoyada en una amplia liquidez contribuyó al proceso de reducción de tasas de interés en el sistema financiero. Ello, aunado a expectativas cambiarias al alza han deteriorado el premio por ahorrar en colones. En este contexto, recientemente se aprecia una mayor preferencia por activos financieros denominados en dólares.

El crédito al sector privado en moneda nacional ha mantenido a lo largo del presente año la tendencia creciente que muestra desde mediados del 2020 (con una tasa de crecimiento interanual de 4,4% en setiembre de este año). En contraste, el crédito en moneda extranjera sigue contrayéndose. En línea con la política monetaria expansiva aplicada por el Banco Central desde el 2019, las tasas de interés en colones del sistema financiero nacional se mantienen en niveles bajos.

Por su parte, los precios al productor, con base en el Índice de precios al productor de la manufactura, mantuvieron tasas interanuales crecientes, que alcanzaron los dos dígitos (11,0% en setiembre pasado). Este comportamiento responde al incremento en el precio de las materias primas en el mercado internacional, al aumento en el costo de los fletes marítimos, y a la depreciación del colón.

Sin embargo, la inflación general y la subyacente continúan en valores bajos, si bien se han acelerado desde el segundo trimestre del presente año por otros factores. En setiembre del 2021 la inflación general presentó una variación interanual de 2,1%, y luego de 23 meses retornó al rango de tolerancia establecido para dicha variable ($3,0\% \pm 1$ p.p.). Por su parte, en ese mismo mes el promedio de los indicadores de inflación subyacente registró una variación interanual de 1,5%. La aceleración de la inflación se asocia, principalmente, a un efecto base, al aumento en los precios de los hidrocarburos y en el tipo de cambio.

Pese a la aceleración en meses recientes de la inflación, la economía costarricense todavía presenta fuerzas desinflacionarias. Entre ellas, una brecha del producto negativa (pese al impulso de la recuperación económica), una alta tasa de desempleo, escaso crecimiento del crédito total al sector privado (la variación interanual promedio del crédito al sector privado en el año en curso es de 0,5%) y bajas expectativas de inflación (1,1% a 12 meses en setiembre último y ancladas en torno a 2,0% a 36 y 60 meses en lo que transcurre del presente año, según información de mercado). Esto contribuye a explicar por qué aún no se observa un traslado de la tasa de variación en los precios al productor de la manufactura hacia el Índice de Precios al Consumidor.

II. Acciones de política del BCCR

El Banco Central ha mantenido en el presente año una política monetaria expansiva. Esto ha sido posible debido a que los pronósticos de inflación continúan mostrando una inflación por debajo de la meta en el horizonte de proyección de 24 meses, a pesar de las presiones inflacionarias externas y la reactivación económica en el país. A su vez, esto refleja las fuerzas desinflacionarias que persisten en la economía, como consecuencia de una brecha del producto aún negativa y la todavía alta tasa de desempleo.

En este sentido, la Junta Directiva del Banco Central ha mantenido la Tasa de Política Monetaria en 0,75%, su mínimo histórico, lo que ha permitido una reducción continua de las tasas de interés de mercado. Esto ha provisto un alivio inmediato en el flujo de caja de los hogares y empresas e incidido en una aceleración del crédito en colones al sector privado.

Para apoyar la postura expansiva de su política monetaria, el Banco Central también ha procurado una posición holgada de liquidez agregada. Con ese fin, redujo desde junio del 2019 la tasa de encaje mínimo legal para operaciones en colones y ha conducido sus operaciones de mercado abierto de modo que el saldo de sus Bonos de Estabilización Monetaria no aumente.

Además, en junio pasado el Banco Central completó los desembolsos de la facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo introducida en setiembre del año anterior. El objetivo de esta facilidad fue proveer a los intermediarios regulados por la Superintendencia General en Entidades Financieras de financiamiento en moneda nacional a bajo costo, condicionado a que trasladaran esos recursos, en condiciones también favorables, a los hogares y empresas afectados por la pandemia. Del monto aprobado (₡842.887 millones), se asignaron ₡828,142 millones (98,3%).

La holgada liquidez del sistema financiero se ha gestionado principalmente en el Mercado Integrado de Liquidez.

El Banco Central ha participado activamente en el mercado cambiario, especialmente para satisfacer las necesidades del sector público no bancario. Desde mayo del presente año aumentaron las presiones sobre el mercado cambiario debido principalmente al aumento en la demanda, tanto del sector público como privado. La presión se ha manifestado en una depreciación de la moneda nacional y en un uso de las reservas internacionales.

El Banco Central participó activamente en la negociación del programa acordado a inicios de año entre el Gobierno de Costa Rica y el FMI en el marco de la Facilidad de Servicio Ampliado del FMI (SAF). También ha participado estrechamente en el seguimiento de dicho programa. En la misión para la primera revisión del convenio, el equipo técnico del FMI reconoció el cumplimiento de las metas cuantitativas para julio de este año, pero señaló la necesidad de avanzar en la discusión legislativa de los proyectos de ley de consolidación fiscal que son parte de ese convenio.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Las perspectivas de crecimiento mundial para el bienio 2021-2022 señalan una fuerte recuperación, luego de la significativa caída en el 2020. En su informe “Perspectivas de la economía mundial”, de octubre del 2021, el FMI prevé un crecimiento para la economía mundial de 5,9% para el 2021 y de 4,9% para el próximo año, frente a la contracción de (3,1%) del año pasado. Particularmente, para Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, las proyecciones son de 6,0% y 5,2% (7,0% y 4,9% en julio pasado).

El FMI revisó al alza la proyección de inflación mundial para el bienio 2021-2022 con respecto a lo estimado en julio pasado. La inflación subyacente aumentó rápidamente en meses recientes en Estados Unidos y en muchas otras economías avanzadas y emergentes debido al aumento en los precios de las materias primas, a cuellos de botella en la oferta y a incrementos en los salarios (en algunas ocupaciones).

Las mejores perspectivas de crecimiento de los socios comerciales del país son positivas para la economía costarricense. Sin embargo, otros aspectos de la coyuntura internacional, como el aumento en el precio de las materias primas y en la inflación, pueden incidir negativamente. En primer lugar, esas presiones generan un deterioro en los términos de intercambio del país (es decir, cada dólar exportado alcanza para comprar menos importaciones). Además, esas presiones podrían motivar que los bancos centrales de las economías avanzadas eliminen más rápido de lo previsto los incentivos monetarios e incrementen las tasas de interés, lo cual podría generar salidas de capitales y un endurecimiento en las condiciones financieras que el país enfrenta.

En general, las proyecciones de la economía internacional se enmarcan en un contexto de alta incertidumbre, vinculado con: i) la evolución de la pandemia del COVID-19 (influida por la variante Delta); ii) la brecha entre países en el proceso de vacunación; iii) los problemas en las cadenas de suministro, que han incrementado los costos de producción y la inflación; y iv) la volatilidad de los mercados financieros, asociada a los elevados niveles de endeudamiento de algunos países.

Supuestos y proyecciones de las principales variables macroeconómicas 2021-2022

	2020	2021	2022
Supuestos de la economía internacional			
PIB socios comerciales, (real)	-4,9	6,0	4,6
Precio cóctel de hidrocarburos (USD barril)	48,8	76,7	87,4
Supuesto sobre reapertura de la economía			
Tasa R ¹ (promedio)	1,2	1,0 (a octubre)	n.d.
Apertura del mercado interno	Medidas de confinamiento	Más flexible ²	Mayor apertura ³
Proyecciones macroeconómicas locales			
PIB, crecimiento real	-4,1	5,4	4,5
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-2,2	-3,9	-3,1
Gobierno Central (% del PIB)			
Resultado financiero	-8,6	-5,8	-4,6
Resultado primario	-3,9	-0,9	0,3
Inflación promedio (IPC) ⁴	0,9	2,7	1,8

¹ Tasa de reproducibilidad (R) muestra la cantidad de contagios que puede generar una persona en un tiempo t. Si su valor es inferior a 1 y se mantiene así, la epidemia estaría en camino de extinguirse. De lo contrario, los casos seguirían en aumento y, sin medidas para contenerlos, el incremento se tornaría exponencial.

² A partir de noviembre del 2021, se elimina la restricción vehicular durante el fin de semana. A partir de diciembre del 2021, se permitirá el 100% de aforo en comercios si admiten personas con esquema completo de vacunación y, además, se flexibiliza la restricción vehicular.

³ Conforme se alcance la inmunidad colectiva.

⁴ Se refiere al promedio del cuarto trimestre para el 2021 y 2022.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En este entorno de acontecimientos internacionales, algunos positivos y otros negativos, la economía nacional muestra una recuperación más fuerte de la inicialmente proyectada. Se prevé un crecimiento del PIB del 5,4% en el 2021 y del 4,5% en el 2022, superior en 1,5 y 0,8 p.p. respectivamente a las previsiones de la revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022. Por componentes del gasto, el impulso se asocia con las mejoras en el consumo de los hogares, de la inversión privada, tanto en estructuras como en maquinaria y equipo, así como de las exportaciones de bienes. Por actividad económica, la construcción privada y los servicios más relacionados con el turismo receptor impulsan en mayor medida la recuperación de la producción en relación con lo previsto anteriormente.

Se prevé un mayor déficit de cuenta corriente (3,9% y 3,1% como porcentaje del PIB para el bienio 2021-2022, 2,2% en 2020) determinado por la mayor recuperación económica (local y externa) y el deterioro en los términos de intercambio. Lo anterior combina el aumento de los déficit de la cuenta de bienes y del ingreso primario con un mayor superávit de la cuenta de servicios por la recuperación del turismo receptor. La reducción proyectada en el déficit de cuenta corriente en el 2022 se basa en un mayor superávit esperado en la cuenta de servicios, dada la expectativa de crecimiento en el turismo receptor.

Los mayores flujos netos de ahorro externo previstos hacia el sector privado y público con respecto al 2020, serían más que suficientes para financiar la brecha en cuenta corriente en 2021 y 2022 y propiciarían una acumulación de los activos de reserva. Con ello su acervo promedio para esos dos años se ubicaría en torno al 13,3% del PIB.

Por su parte, las perspectivas para las finanzas públicas mejoran en el bienio 2021-2022. Los esfuerzos de reducción del gasto, influidos por la aplicación de la regla fiscal (Ley 9635), y el incremento en la recaudación tributaria, contribuirían a mejorar los resultados. Para el 2021 se estiman déficits financiero y primario equivalentes a 5,8% y 0,9% del PIB, en ese orden (6,2% y 1,1% en las proyecciones de julio). Para el 2022, el déficit financiero se ubicaría en 4,6% y se obtendría un superávit primario de 0,3% del PIB (frente a proyecciones de 5,0% y 0,2% en julio). Sin embargo, la razón de deuda como porcentaje del PIB continuaría su tendencia creciente, para alcanzar 69,8% y 70,2% del PIB, respectivamente (67,5% en 2020). No obstante, el crecimiento de la deuda sí tiende a desacelerarse a 0,4 p.p. entre 2021 y 2022 desde el 2,3 p.p. registrado entre 2020 y 2021, y con superávits primarios a partir de ese año, se estima que la deuda alcanzaría su punto máximo en 2022-2023 en alrededor de 70% del PIB y empezaría a descender a partir de ahí.

Finalmente, las proyecciones contemplan que la inflación se mantendría cerca de la meta en el 2021 y luego caería de nuevo en el 2022, aunque con riesgos sesgados al alza. En particular, los modelos de pronóstico señalan que en el cuarto trimestre del 2021 y en el 2022 la inflación se mantendría en promedio en alrededor de 2,7% y 2,2% respectivamente. La inflación proyectada refleja presiones al alza en el corto plazo debidas al aumento de los precios de los bienes importados, ocasionados por mayores precios internacionales (especialmente de las materias primas como el petróleo), disrupciones en las cadenas de oferta internacionales que han ocasionado un aumento en el costo de los fletes marítimos, y al incremento del tipo de cambio en lo que transcurre del 2021. Por su parte, la brecha de producto negativa desde 2019 y el alto desempleo presentes en el 2021 tenderán a atenuarse en los próximos trimestres, en tanto las expectativas de inflación se espera se mantengan por debajo de la meta.

En cuanto a los riesgos para las proyecciones de crecimiento, los externos continúan centrados en la elevada incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica de los principales socios comerciales del país ante la evolución de la pandemia de la COVID-19, el incremento en el precio de las materias primas y un aumento súbito de las tasas internacionales de interés por presiones inflacionarias, que encarecería el costo de la deuda y podría generar incentivos para la salida de capitales desde mercados emergentes como el nuestro.

A estos riesgos externos se añan otros de índole interno. El principal riesgo interno es la incertidumbre que genera la discusión legislativa sobre las medidas fiscales adicionales incluidas en la agenda del programa con el FMI.

El BCCR continuará con una postura monetaria expansiva, en el tanto las proyecciones de inflación señalen que ésta se ubicará por debajo del valor meta del 3,0%. Sin embargo, en vista de que los riesgos alrededor de esas proyecciones están claramente inclinados al alza, el Banco Central se mantendrá vigilante, y adoptará oportunamente las acciones que se requieran para mantener la proyección de inflación dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación.

Además, el Banco Central procurará que el nivel de liquidez agregada esté en línea con la meta inflacionaria; inyectará liquidez en mercados si ello resultara necesario para asegurar la estabilidad del sistema financiero y mantendrá la coordinación con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y las superintendencias, en procura de impulsar medidas tendientes a mantener y fortalecer un adecuado flujo de crédito al sector privado y resguardar la estabilidad y eficiencia del sistema financiero nacional.

De igual forma, la política cambiaria del Banco Central buscará, como lo ha hecho hasta el momento, mantener el régimen de flotación administrada, con un tipo de cambio determinado fundamentalmente por las fuerzas del mercado y una intervención cambiaria orientada a gestionar las divisas requeridas por el sector público no bancario (en acato a la obligación dispuesta en su Ley Orgánica) y a evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.

Este informe incluye una sección de recuadros sobre algunos de los retos a corto, mediano y largo plazo para los bancos centrales. Las megatendencias actuales implican varios retos para estas instituciones, entre ellas el cambio climático y la digitalización de la economía. Adicionalmente, se incorpora un recuadro sobre la discusión actual en torno a la transitoriedad del aumento observado recientemente en la inflación mundial y el reto que ello implica para los bancos centrales.



CAPÍTULO 1.
CONDICIONES
MACROECONÓMICAS
QUE INCIDEN EN LA
POLÍTICA MONETARIA

CAPÍTULO 1. CONDICIONES MACROECONÓMICAS QUE INCIDEN EN LA POLÍTICA MONETARIA

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.

La actividad económica global continúa en recuperación, luego de la recesión provocada por la pandemia del COVID-19. El incremento en la demanda mundial, así como restricciones de oferta, contribuyeron al aumento en los precios internacionales de las materias primas. Este acontecimiento, aunado al efecto base por los bajos niveles de precios observados en el segundo trimestre del 2020 y al impacto de cuellos de botella por problemas logísticos, propiciaron un aumento en la inflación en muchas economías, avanzadas y en desarrollo. En este contexto, algunos bancos centrales de economías emergentes han incrementado sus tasas de política monetaria recientemente.

En el caso de Costa Rica, se ha dado una recuperación en la actividad económica más fuerte de lo esperado, y una mejora también, aunque más lenta, en el mercado laboral; 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 (producto del aumento en el precio internacional de las materias primas); un moderado repunte en la inflación, aunque todavía se mantiene en niveles bajos; un mejor desempeño de las finanzas públicas, por aumento en ingresos y contención del gasto (en parte por la aplicación de la regla fiscal), aunque con una deuda pública creciente, así como un ambiente financiero estable, en un entorno de moderación en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y bajas tasas de interés.

1.1 Economía internacional

La actividad económica global muestra una rápida recuperación, pero sigue condicionada por la evolución de la pandemia.

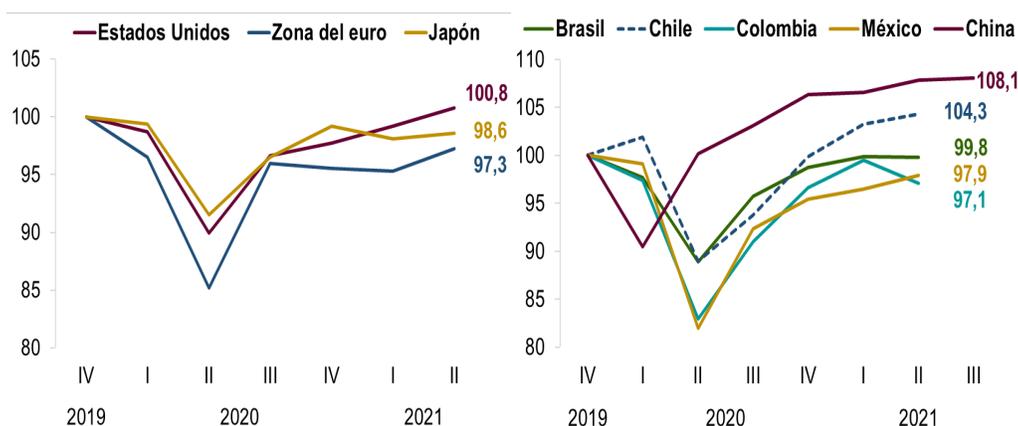
Luego de la recesión provocada por las medidas aplicadas por los distintos gobiernos para tratar de contener la pandemia del COVID-19, la economía mundial ha experimentado una rápida recuperación, aunque con diferencias entre países (Gráfico 1). Por ejemplo, Estados Unidos y Chile alcanzaron el nivel prepandemia en el segundo trimestre del 2021, mientras que China llegó a ese nivel un año antes².

² China registró los primeros casos de esta enfermedad a finales del 2019 y aplicó estrictas medidas de confinamiento desde inicios del 2020. Por ello, la flexibilización de estas medidas y la gradual reactivación del ritmo empresarial desde marzo del 2020 llevó a una rápida recuperación de su economía.

La reactivación ha sido 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 la continuidad de los estímulos monetarios y fiscales. Estos factores explican las diferencias en la velocidad de recuperación entre los distintos países, aunque también han influido las condiciones estructurales de cada economía, como por ejemplo el peso que tienen en la economía las industrias más vulnerables a las restricciones por la pandemia.

Gráfico 1. Niveles de actividad económica en algunas economías

Índice de volumen (IV trimestre del 2019=100)

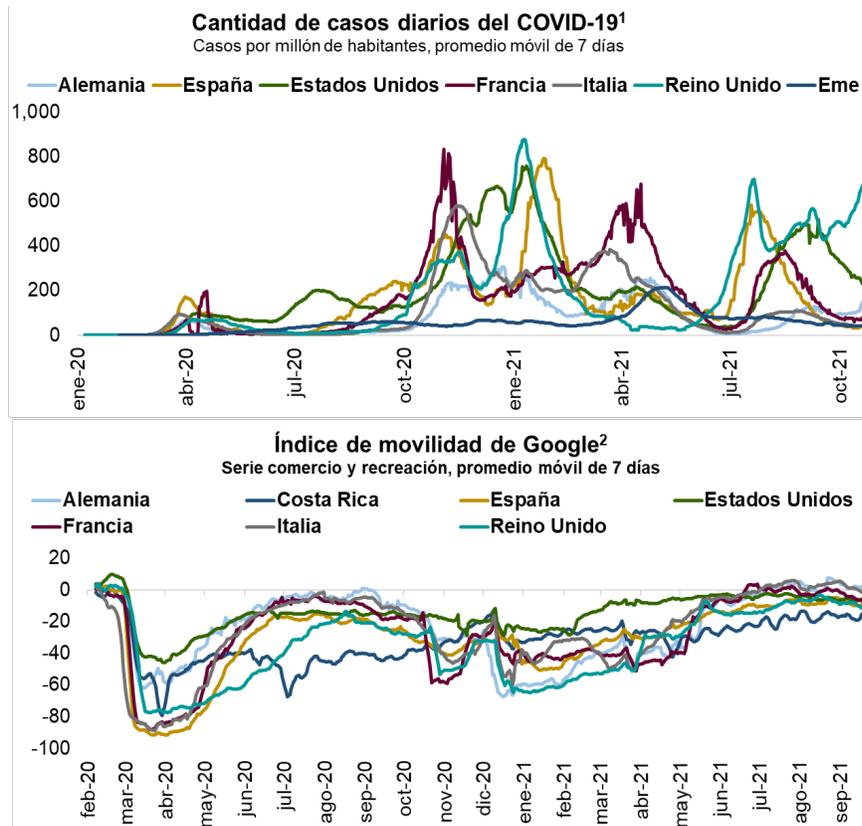


Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de la base de datos de la OCDE.

Si bien la economía mundial muestra una rápida reactivación, su desempeño sigue condicionado por la evolución de la pandemia (Gráfico 2). Los rebrotes o nuevas olas de contagio han llevado a algunos países a retomar las medidas restrictivas en forma intermitente y focalizada para reducir la propagación del virus y la saturación hospitalaria. No obstante, el impacto de los confinamientos sobre la actividad económica ha sido menor al observado el año anterior, puesto que los agentes económicos se han ido adaptando a las restricciones.

De acuerdo con el índice de movilidad de Google, el desplazamiento hacia actividades de comercio y recreación ha aumentado en las últimas semanas, en contraposición con meses anteriores cuando la reducción del movimiento de personas a sitios públicos condujo a un menor nivel de actividad económica y a la contención del gasto de las personas para este periodo.

Gráfico 2. Indicadores de evolución del COVID-19 y movilidad en economías seleccionadas



¹ La serie Eme incluye a Brasil, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

² 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 21 de octubre del 2021, con base en el Gráfico publicado en el Informe de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de mayo del 2021 y Google con información al 6 de octubre del 2021.

Pese a la reactivación, hay señales de moderación en algunas economías.

Este hecho se evidencia claramente en el caso de China, cuya economía presentó en el tercer trimestre del 2021 su crecimiento más bajo en un año (4,9% en términos interanuales), luego de experimentar un desempeño impresionante en el primer trimestre de 18,3%³, el mayor desde 1992, y de 7,9% en el segundo trimestre.

³ Explicado en parte por el efecto base en la comparación con el primer trimestre del 2020, cuando se paralizó la economía de ese país.

Esta desaceleración habría estado influenciada en parte por la moderación del efecto base, pero también por las medidas tomadas por el Gobierno para reducir las emisiones de carbono, los nuevos brotes del coronavirus, la escasez energética⁴ y el declive del mercado inmobiliario. La crisis de deuda de la empresa inmobiliaria *China Evergrande Group* incidió en la disminución de las construcciones en setiembre por sexto mes consecutivo, ya que las empresas de esta industria frenaron la inversión y detuvieron proyectos por los límites de endeudamiento más estrictos. Este efecto también generó desconfianza en los mercados financieros internacionales por los posibles riesgos de contagio.

Los indicadores de mayor frecuencia evidencian una moderación también en otras economías, que se asocia con la propagación de las nuevas variantes del coronavirus, en particular de la variante Delta. Por ejemplo, en setiembre el Índice de gerentes de compra⁵ para las economías emergentes registró un nivel de 49,3 puntos (en China fue de 47,2 puntos), mientras en Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, ese índice se ubicó en 54,5 puntos, luego de mostrar niveles superiores a 60 puntos entre abril y junio del 2021 (Gráfico 3).

En igual sentido, el índice semanal de actividad económica para Estados Unidos (WEI, por sus siglas en inglés)⁶ muestra un deterioro desde finales de abril del presente año, aunque en las últimas semanas ha tendido a estabilizarse. Asimismo, el Libro Beige del Sistema de la Reserva Federal, publicado el 8 de setiembre, señaló una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica entre julio y agosto⁷.

Otros indicadores también apuntan a una moderación en el proceso de recuperación de la economía global. El comercio mundial y la producción industrial han desacelerado hasta 8,2% y 6,3% en términos interanuales en agosto, desde 9,4% y 8,2%, respectivamente, el mes previo, aunque sus niveles se mantienen por encima a los observados antes de la pandemia.

Por último, la propagación de las nuevas variantes del coronavirus afectó los indicadores de confianza. Así, el índice de confianza de los consumidores de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) fue de 99,7 puntos en setiembre, luego de registrar niveles por encima de 100 entre abril y julio del 2021.

⁴ El racionamiento energético provocado por la escasez de carbón, restricciones ambientales a grandes contaminantes como las plantas de acero y las inundaciones del verano boreal en la región minera Shanxi (al norte del país), están afectando la producción industrial, la cual aumentó 3,1% en setiembre respecto al año previo, el crecimiento más lento desde marzo del 2020, en la primera ola de la pandemia.

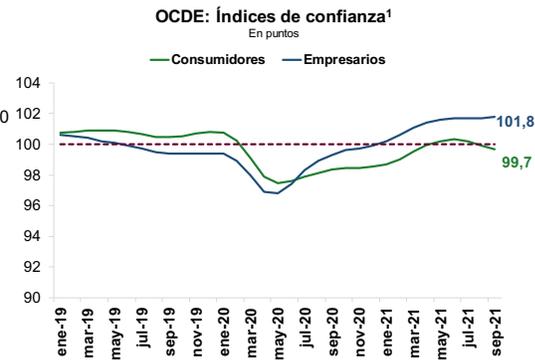
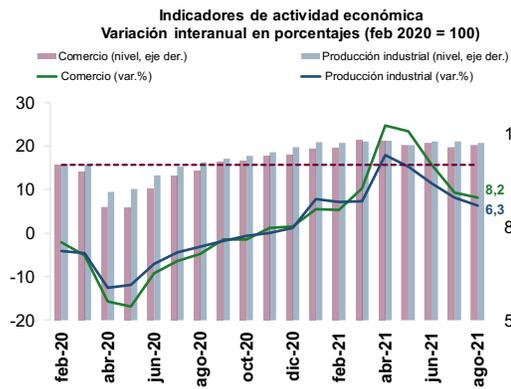
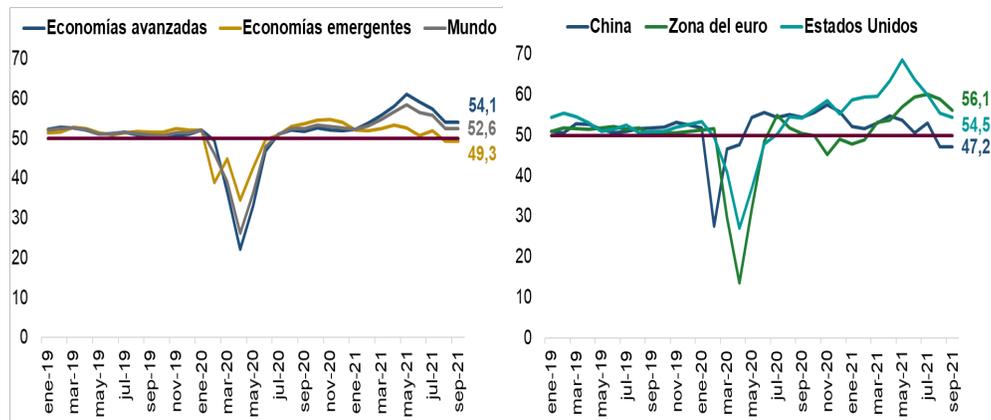
⁵ El Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) es un indicador sobre la percepción de la situación económica con base en una encuesta mensual a una muestra de gestores de compras. Si el PMI está por encima de 50 indica una expansión y por debajo, contracción.

⁶ El WEI es un índice de actividad económica real que utiliza datos de alta frecuencia. Está compuesto por diez 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>).

⁷ Este informe se publica ocho veces al año y contiene una recopilación de "información anecdótica acerca de las condiciones económicas actuales" realizada por cada Banco del Sistema de la Reserva Federal en su distrito, desde "directores de bancos y sucursales hasta entrevistas con contactos empresariales, economistas, expertos de mercado y otros".

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica

Índices de gerentes de compra



1 Valores por encima de 100 representan optimismo.

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

Los indicadores del mercado laboral también han mejorado, aunque más lentamente que la producción.

Existen diferencias entre países en el grado de recuperación del mercado laboral, asociadas a factores estructurales preexistentes, pero en términos generales, la tasa de desempleo se mantiene en la mayoría de los casos por encima de los niveles previos a la pandemia (Gráfico 4). Así, en algunas economías europeas, como Bélgica, Suecia y Reino Unido, los niveles actuales (6,4% y 8,5% en agosto del 2021 y 4,6% en julio del 2021, respectivamente) superan los observados en el periodo prepandemia (5,3%, 6,0% y 3,8% en diciembre del 2019, en ese orden). De igual manera, en varias economías latinoamericanas se mantiene dicho comportamiento; por ejemplo, en Brasil, Chile, Colombia y Perú con tasas de desempleo de 7,1%, 8,5%, 12,3% y 9,5% en agosto del 2021 (5,3%, 7,1%, 9,5% y 6,1% en diciembre del 2019, en igual orden).

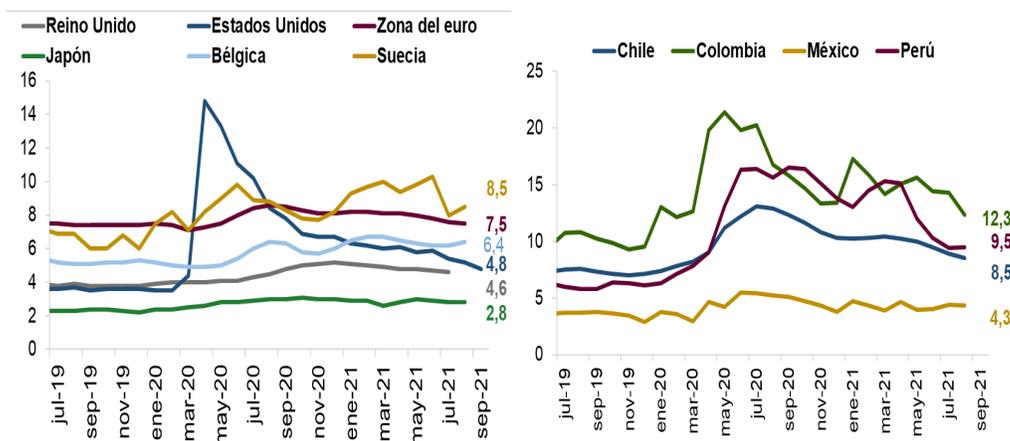
En Estados Unidos también se observa esta situación, aunque en menor grado, debido a que la flexibilidad del mercado laboral, conjuntamente con las políticas aplicadas para contrarrestar el impacto de la crisis sobre el mercado de trabajo, han permitido un ajuste más rápido del empleo, en comparación con otros países. La tasa de desempleo de ese país disminuyó cuatro décimas hasta 4,8% en setiembre con respecto al mes previo, con lo cual se acerca al nivel observado antes de la pandemia (promedio de 3,7% en el 2019).

De hecho, uno de los aspectos que explica las diferencias comentadas es el grado de flexibilidad del mercado laboral. Por ejemplo, en las economías europeas, los costos de despedir trabajadores son por lo general más elevados que en Estados Unidos, lo que desestimula los despidos y las contrataciones; es decir, el mercado laboral se torna más rígido. Eso, a su vez, hace que las tasas de desempleo tiendan a ser más altas, pero menos elásticas que en Estados Unidos.

Por su parte, en muchas economías emergentes, con excepción de China y otros países asiáticos, el menor ritmo de vacunación y la dificultad en el control sanitario han afectado negativamente el proceso de recuperación económica, lo cual tiende a retardar la mejora en los niveles de empleo.

Gráfico 4. Tasa de desempleo en algunas economías

En porcentajes

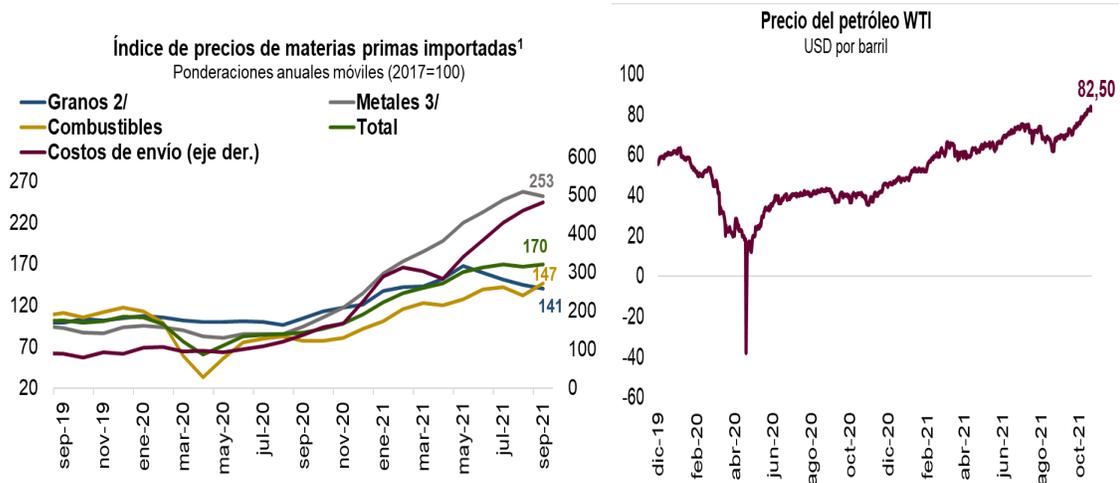


Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

La recuperación económica global ha ido acompañada de un aumento en el precio internacional de las materias primas.

La recuperación de la economía y, en particular, el dinamismo de la demanda mundial se ha reflejado en un incremento en el precio de las materias primas, hecho que contrasta con la abrupta caída de dichos precios en el primer cuatrimestre del 2020 (Gráfico 5). De especial importancia para Costa Rica es el precio del petróleo, el cual alcanzó niveles previos a la pandemia en el tercer trimestre del 2021 como consecuencia, además del aumento en la demanda, del recorte en la producción mundial.

Gráfico 5. Indicadores de precios de materias primas



¹ 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*. Los costos de envío se refieren a la tarifa de transporte marítimo por contenedores de Shanghai (índice base agosto del 2021).

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

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

El aumento en el precio de las materias primas implicó un deterioro de 5,9% interanual 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 tercer trimestre del presente año. Con ello, se completaron cuatro trimestres consecutivos de deterioro en esta variable, luego de la mejora experimentada entre el primer trimestre del 2019 y el tercero del 2020 (Gráfico 6).

Gráfico 6. Costa Rica: Términos de intercambio y precios de combustibles¹

Variación interanual en porcentajes



¹ En este Gráfico, combustible se refiere al cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El aumento en el precio internacional de las materias primas, junto con otros factores, propiciaron un incremento en la inflación internacional.

En meses recientes, claramente a partir de abril de este año, se ha experimentado un aumento en las tasas de inflación de muchos países avanzados y en desarrollo. Además de los precios internacionales de las materias, otros factores influyeron en el aumento en la inflación mundial, tales como el efecto base, las limitaciones en la cadena de suministro y transporte de mercancías, las presiones en los salarios en algunas regiones y el fortalecimiento del dólar. Este último aspecto resulta de particular importancia en algunos países que han experimentado significativas depreciaciones de sus monedas durante el presente año.

En la mayor parte de países la inflación continúa en niveles medios (un dígito) pero por encima de sus tasas meta, aunque hay algunas excepciones, como Turquía en que la inflación ha alcanzado tasas muy altas (Gráfico 7).

El choque de oferta que algunos economistas (como Kenneth Rogoff⁸) previeron que iba a ocurrir al inicio de la pandemia está materializándose ahora. Pareciera que lo que ocurrió es que ese choque de oferta fue dominado por la contracción abrupta en la demanda, lo que llevó a una caída inicial y fuerte en la inflación. Pero ahora que la demanda ha repuntado, el impacto de los problemas logísticos sobre los precios se torna visible.

Los problemas logísticos y cuellos de botella en los puertos y aeropuertos y la disrupción de cadenas globales de valor han tenido un papel importante en el aumento reciente en la inflación mundial. Los costos del transporte marítimo por contenedores (que es la forma en que se moviliza la mayoría de carga marítima actualmente), por ejemplo, han aumentado en un factor de alrededor de 5 veces⁹, ya que el índice de la tarifa de transporte marítimo por contenedores de Shanghai pasó de 90 puntos en setiembre del 2019 a 481,5 puntos en setiembre del 2021.

Entre los cuellos de botella se encuentran el colapso de la oferta existente de contenedores para movilizar mercancías ante la alta demanda por materias primas, principalmente de Asia, una vez reabierto el comercio global¹⁰.

⁸ Para más detalle ver el artículo [That 1970s Feeling](#).

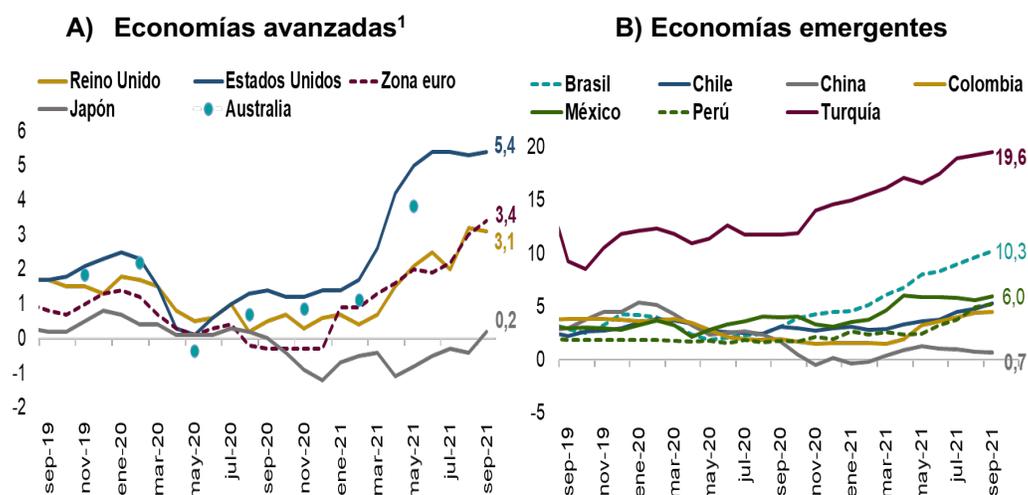
⁹ El Baltic Dry Index, que es un indicador de costos de fletes marítimos a granel, muestra aumentos aún mayores. Este índice presenta una tendencia creciente desde mayo del 2020, alcanzó un máximo el 6 de octubre y posteriormente ha tendido a disminuir, aunque sigue en niveles muy superiores a los de mayo del año pasado.

¹⁰ Los confinamientos por la pandemia (cierre de industrias, puertos, aeropuertos y fronteras), generaron una imprevista contención del comercio global de mercancías para abastecer los distintos mercados.

La poca disponibilidad de transporte se manifestó en un aumento en los tiempos de traslado y en las tarifas de los fletes marítimos, a lo que se sumó el alto precio de los hidrocarburos^{11,12}.

En nuestro país esta situación se manifiesta en el índice de materias primas importadas. Dicho índice aumentó 93,1% en setiembre del 2021 con respecto a igual periodo del año previo. Si se toma como referencia el periodo inicial de la pandemia, los precios de las materias primas subieron 157% entre abril del 2020 y setiembre del 2021.

Gráfico 7. Índices de precios al consumidor de algunos países



¹ Australia publica la inflación con periodicidad trimestral.

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

No obstante, los principales bancos centrales y organismos financieros internacionales consideran que ese aumento en la inflación es transitorio.

Debido a ello, los principales bancos centrales de las economías avanzadas continúan con una política monetaria laxa, si bien algunos de ellos ya iniciaron la normalización de su política monetaria. Así por ejemplo, el 26 de agosto Corea del Sur subió la tasa de política monetaria en 25 p.b. hasta 0,75%, el 23 de setiembre Noruega en 25 p.b. hasta 0,25%, el 30 de setiembre República Checa en 0,75 p.b. hasta 1,5% y el 6 de octubre Nueva Zelanda en 25 p.b. hasta 0,50%.

¹¹ En el Blog del Fondo Monetario Internacional denominado "[Cuatro hechos sobre el alza de los precios de los alimentos al consumidor](#)", publicado el 24 de junio del 2021, sus autores (Christian Bogmans, Andrea Pescatori y Ervin Prifti) afirman que "Las tarifas de flete marítimo, medidas por el Baltic Dry Index (una medida de los costos de envío), se han incrementado entre 2 y 3 veces en los últimos 12 meses, mientras que el aumento de los precios de la gasolina y la escasez de conductores de camiones en algunas regiones están elevando el costo de los servicios de transporte por carretera".

¹² Para más detalle ver el recuadro 1, "Factores que explican el incremento en los precios internacionales de las materias primas" de la [Revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022](#), de julio del 2021.

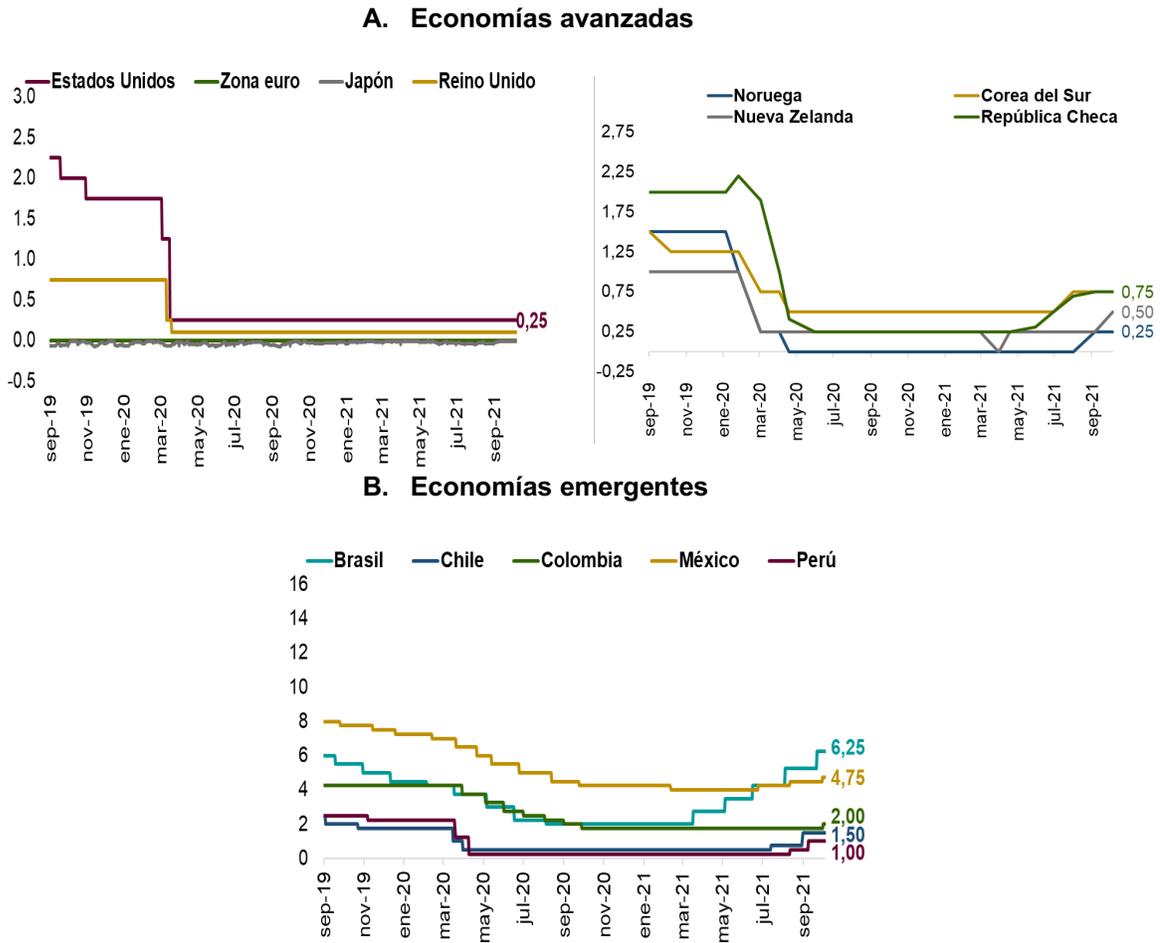
Asimismo, algunos como el Banco Central Europeo comenzaron a retirar los estímulos no convencionales y el Sistema de la Reserva Federal anunció que, si la recuperación continúa, pronto se justificará una moderación en el ritmo de compra de activos¹³. Los mercados y analistas se inclinan a estimar que iniciará en noviembre próximo y que se anunciará en la próxima reunión del Sistema de la Reserva Federal del 2 y 3 de ese mes, aunque en las minutas se indica que empezaría a mediados de noviembre o a mediados de diciembre del 2021. De igual forma, algunos bancos centrales de economías emergentes han incrementado sus tasas de política monetaria recientemente (Gráfico 8).

Si bien existe consenso de que el aumento observado recientemente en la inflación es transitorio, han empezado a surgir cuestionamientos sobre esta premisa (Recuadro A, del bloque de recuadros sobre retos a corto, mediano y largo plazo para la banca central), toda vez que en algunos sectores empieza a observarse presión por el lado de los salarios y las expectativas inflacionarias han aumentado. Por ejemplo, según la encuesta que realiza el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en setiembre pasado las expectativas inflacionarias a corto y mediano plazo en Estados Unidos continuaron elevadas (5,3% en un horizonte a un año y 4,2% a tres años). Asimismo, las expectativas a largo plazo se mantienen al alza, aunque siguen por debajo de 3% (2,6% a 5 años y 2,8% a 10 años) al 20 de octubre del 2021, de acuerdo con las expectativas de inflación implícita en las transacciones de mercado.

Pese al aumento en la inflación y en las expectativas inflacionarias, los mercados financieros internacionales muestran relativa estabilidad. Los precios de los activos financieros son elevados y las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se mantienen en aproximadamente 1,6% desde el 19 de octubre del 2021.

¹³ [Minutas de la reunión de política monetaria de setiembre del 2021 del Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos](#), página 9.

Gráfico 8. Tasa de política monetaria en economías seleccionadas
En porcentajes



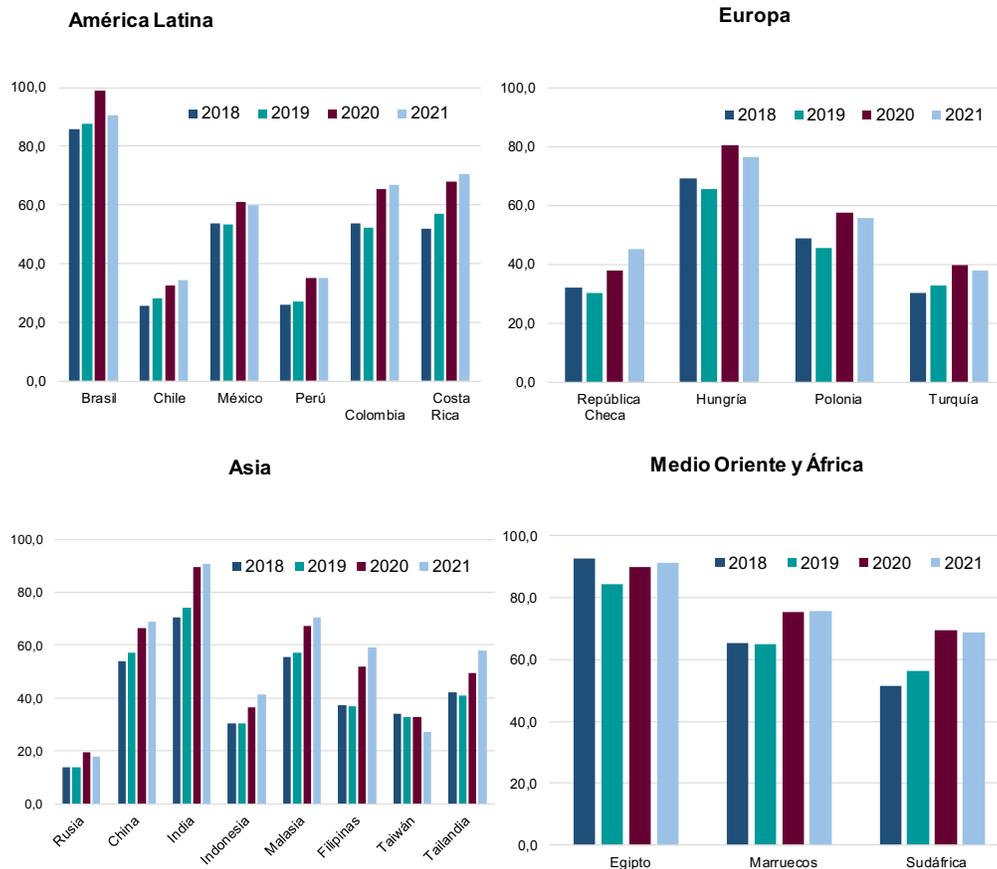
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

Uno de los efectos negativos de la pandemia para muchos países, especialmente los emergentes, es el aumento de su deuda.

Este hecho se aprecia claramente en la relación deuda/PIB (Gráfico 9). Ese mayor endeudamiento es consecuencia del fuerte incremento en los déficits fiscales, que a su vez reflejan la caída en la recaudación por la contracción económica como el mayor gasto necesario para la compra de vacunas y para atender las ayudas otorgadas a los grupos más afectados por la pandemia. Esta situación implica un reto a futuro para los gobiernos y para los bancos centrales, toda vez que las elevadas razones de deuda como proporción del PIB limitan la efectividad de la política monetaria y, dependiendo de las circunstancias, podrían dar lugar a lo que en la literatura económica se denomina “dominancia fiscal”¹⁴.

¹⁴ Este concepto hace referencia a una situación en la que el banco central pierde autonomía en el control de la inflación debido a la insostenibilidad de las finanzas públicas.

Gráfico 9. Algunas economías emergentes: relación deuda pública a PIB
En porcentajes



Fuente: World Economic Outlook, octubre del 2021, Fondo Monetario Internacional.

1.2 Actividad económica interna y mercado laboral

La actividad económica local habría alcanzado el nivel prepandemia en el tercer trimestre del 2021, un trimestre antes de lo previsto.

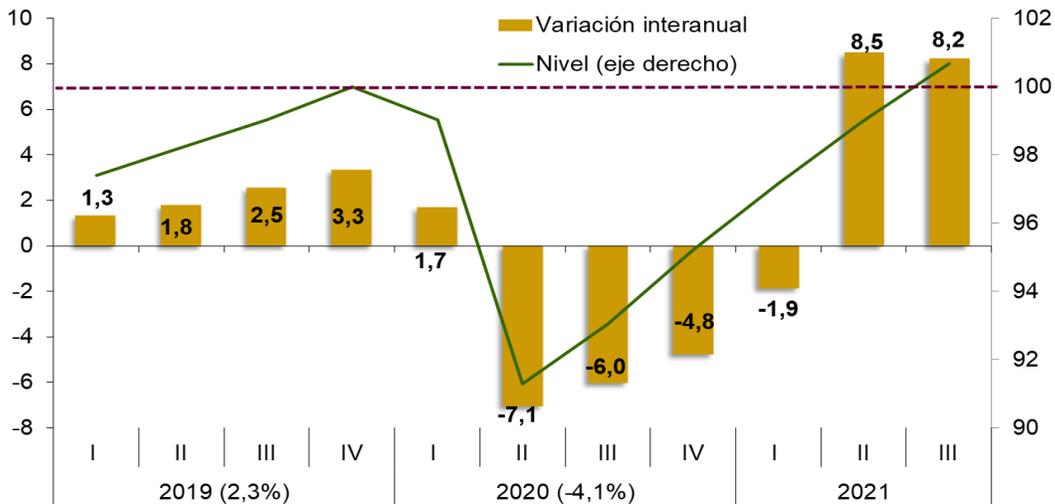
Luego de la severa contracción de la producción ocurrida en el 2020 debido al impacto de la pandemia por el COVID-19, en el segundo y tercer trimestres del 2021 la producción nacional ha mantenido un fuerte ritmo de recuperación.

La demanda externa ha mantenido su dinamismo, sustentada en la recuperación económica mundial (tal como se comentó en la sección previa), mientras que la demanda interna también se ha recuperado, liderada por el gasto de consumo final de los hogares y la formación bruta de capital fijo. Se estima que el PIB en volumen creció 8,2% en el tercer trimestre de este año en tasa interanual (Gráfico 10). Claro está que las altas tasas de crecimiento interanual están afectadas por un efecto base, pero si se analiza el nivel de actividad, se observa que ya en el tercer trimestre del 2021 se

alcanzó (y superó) el nivel prepandemia, un trimestre antes de lo previsto en la revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022 de julio pasado¹⁵.

Gráfico 10. PIB en volumen trimestral

Serie tendencia-ciclo, en porcentajes y nivel (IVT 2019=100)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

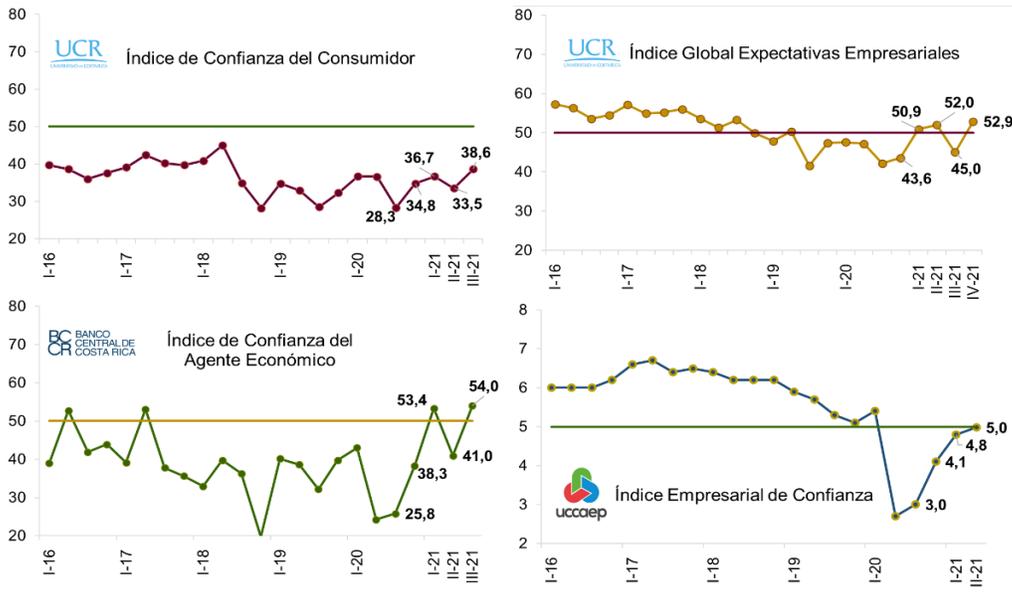
La recuperación de la actividad económica refleja el efecto positivo de la flexibilización de las medidas de confinamiento, así como la contribución de las respuestas de política adoptadas por el Banco Central y las autoridades financieras para promover menores tasas de interés y mejores condiciones crediticias. Los factores anteriores también se manifestaron en una mejora en la confianza de los empresarios y consumidores, según los resultados de las encuestas publicadas por el Banco Central, la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (Uccaep) y la Universidad de Costa Rica (UCR) (Gráfico 11).

El Banco Central también publica los resultados de la encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial. En setiembre pasado¹⁶ esta encuesta señaló que los empresarios estiman una variación interanual de la producción y del empleo de 4,2% y 2,1% al finalizar el 2021, respectivamente. Estas cifras mejoran con respecto a los resultados de la encuesta previa para igual periodo (3,8% y 2,0% en igual orden).

¹⁵ El análisis en nivel permite eliminar el “efecto base” o rebote incluido en las tasas interanuales, dada la fuerte contracción del PIB en el 2020 derivada de la crisis sanitaria.

¹⁶ A partir del 2021, esa encuesta se realiza en marzo y setiembre; en los años anteriores se efectuaba en abril y octubre.

Gráfico 11. Confianza de consumidores y empresarios



Nota: Valores por encima de 50 o 5 puntos según la escala indican optimismo y por debajo de ese nivel reflejan pesimismo.

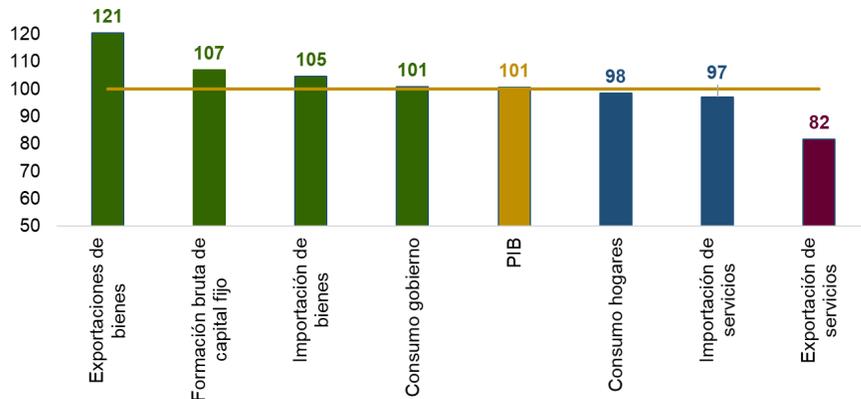
Fuente: BCCR, UCR y Uccaep.

Con excepción del consumo del Gobierno y la inversión pública, los demás componentes del PIB en volumen evidenciaron una mejora.

El consumo privado y la inversión retornaron en el segundo y tercer trimestres del año en curso a tasas interanuales positivas, luego de la contracción desde el segundo y cuarto trimestres del 2020 respectivamente. Si bien las tasas interanuales reflejan un efecto base, al analizar la evolución por nivel se observa que el consumo privado se ubicó en torno al nivel prepandemia en el tercer trimestre del 2021, mientras que la inversión lo superó (Gráfico 12).

Gráfico 12. Nivel del PIB en volumen del tercer trimestre por componentes del gasto

Serie tendencia-ciclo, en porcentajes y nivel (IVT 2019=100)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El consumo privado creció 6,3% en términos interanuales en el tercer trimestre (Cuadro 1), impulsado por la gradual relajación de las medidas de distanciamiento físico y el aumento en el ingreso disponible (5,7%), pese al deterioro en los términos de intercambio (-5,9%). También influyó la mejora en la confianza del consumidor que, aunque se mantiene en un nivel que denota pesimismo (por debajo de 50 puntos) según la encuesta del tercer trimestre del 2021 de la Universidad de Costa Rica, aumentó 5,1 puntos con respecto a la medición del trimestre previo.

Por tipo de bien y servicio, el crecimiento del consumo de los hogares fue liderado por la recuperación en el gasto en servicios de suministro de comidas, bebidas y transporte, así como servicios de enseñanza y alquiler de viviendas, a lo cual se sumó, por el lado de los bienes no duraderos, el mayor gasto en combustibles, artículos de cuidado personal, productos alimenticios y bebidas.

Contrariamente, el consumo del Gobierno general cayó 0,9% en términos interanuales (-2,4% en el segundo trimestre), resultado coherente con la política de contención del gasto. Dicha política combinó una caída en la contratación de nuevos funcionarios (excepto en profesionales de salud) y en las compras de bienes y servicios (en mayor medida para las escuelas y colegios públicos), con un incremento en los gastos de salud vinculados con la compra de equipos y bienes de protección, así como de vacunas para hacer frente a la pandemia por COVID-19. No obstante lo anterior, en el tercer trimestre del año en curso superó el nivel prepandemia.

Cuadro 1. Principales indicadores de crecimiento económico en volumen, por componentes del gasto

Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes

	2020				2021		
	I	II	III	IV	I	II	III
Producto Interno Bruto	1,7	-7,1	-6,0	-4,8	-1,9	8,5	8,2
Consumo final de los hogares	1,9	-6,9	-7,2	-5,8	-4,4	5,2	6,3
Consumo de gobierno	-0,8	0,4	1,6	3,6	6,0	-2,4	-0,9
Formación de capital fijo	0,0	2,8	2,8	-1,2	-0,1	5,2	7,1
Inversión privada	-0,6	3,9	5,5	2,5	4,6	12,1	14,5
Inversión pública	-4,0	-6,9	-7,6	-3,4	-5,0	-18,8	-28,9
Exportaciones bienes	5,0	-6,7	-0,6	6,1	10,3	28,5	22,7
Exportación servicios	-1,7	-33,0	-31,2	-29,1	-20,6	20,3	20,8
Importaciones bienes	-0,5	-13,3	-9,2	-4,9	0,3	23,1	16,0
Importación servicios	-4,3	-13,8	-12,6	-10,8	3,1	14,5	13,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la formación bruta de capital fijo, la inversión privada denota un impulso, con un crecimiento interanual de 14,5% en el tercer trimestre del 2021, producto del aumento en obras privadas no residenciales (naves industriales, locales comerciales y bodegas) y residenciales (viviendas de clase media y alta). También influyó el incremento en la inversión en maquinaria y equipo vinculada con la industria tecnológica.

En contraste, la inversión pública disminuyó 28,9% en el trimestre en comentario, situación que acentuó la contracción de los trimestres previos debido a la menor ejecución de proyectos de generación eléctrica¹⁷, de infraestructura vial a cargo del Consejo Nacional de Vialidad, así como de proyectos de inversión de las municipalidades y del Fideicomiso de Infraestructura Educativa del Ministerio de Educación Pública.

Por otra parte, las exportaciones de bienes y servicios crecieron a tasas interanuales de 22,7% y 20,8% respectivamente en el tercer trimestre del año, con lo cual mantuvieron el impulso del trimestre previo. En referencia al nivel prepandemia, las ventas de bienes ya lo superaron, en tanto las de servicios se encuentran aún rezagadas. Las exportaciones de productos reflejan la evolución favorable de las ventas de empresas amparadas al régimen especial de comercio junto con la recuperación en las ventas de aquellas bajo el régimen definitivo, estas últimas destinadas principalmente al mercado centroamericano¹⁸. Entre los productos con mayor dinamismo están los implementos médicos, concentrado para bebidas gaseosas, conservas de frutas, aceites y piña. En lo referente a los servicios, destacó el aumento en el turismo receptor, propiciado por la apertura de fronteras y el repunte en la economía mundial, así como en los servicios empresariales y de informática.

Las importaciones de bienes y servicios, congruente con la recuperación de la producción, mantuvieron en el tercer trimestre del año un buen ritmo de crecimiento (16,0% y 13,4% en ese orden), superando las primeras el nivel prepandemia, mientras que los servicios se ubicaron en un nivel muy cercano; no obstante, perdieron impulso con respecto al trimestre previo. Aunque el aumento en la compra de insumos fue generalizado (bienes de capital y de consumo), sobresalió la importación de hidrocarburos¹⁹, de insumos vinculados con las industrias metalúrgica, de plástico, químicas, farmacéuticas y de vehículos. En cuanto a estos últimos, en el trimestre en cuestión se profundizó la mejora registrada en el segundo, luego de un periodo de contracción de casi 4 años.

En síntesis, conforme a lo comentado en los párrafos previos, al desagregar el PIB por componentes del gasto en nivel (para eliminar “efecto base” o rebote), se puede afirmar que, con excepción de la exportación de servicios (todavía muy afectados por el turismo), los demás prácticamente alcanzaron o superaron el nivel prepandemia en el tercer trimestre del 2021.

Las actividades económicas más rezagadas en su recuperación son las vinculadas con el turismo.

Al analizar el PIB por actividad económica en nivel, la mayoría superó el nivel de producción prepandemia en el tercer trimestre (Gráfico 13). Hoteles y restaurantes es la actividad que se encuentra más rezagada en la recuperación, dada la profunda caída que experimentó con la pandemia debido a su estrecha vinculación con el

¹⁷ De acuerdo con el Plan de Expansión de Generación Eléctrica 2020-2035, la infraestructura actual permitirá suplir la demanda de energía durante una década.

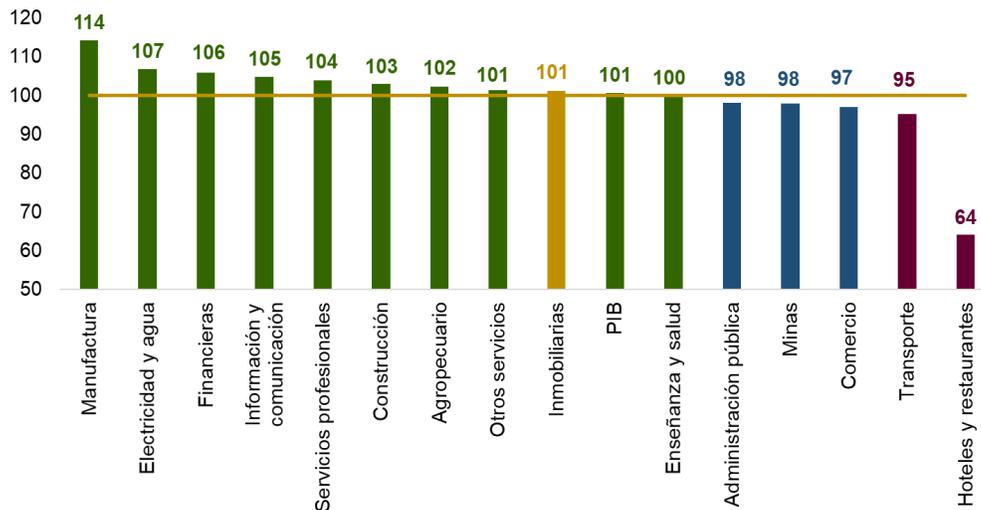
¹⁸ Este mercado representa aproximadamente 52% del total de ventas de productos manufacturados del régimen definitivo.

¹⁹ El aumento en el volumen a pesar del incremento fuerte en el precio refleja el impulso de la recuperación económica.

turismo receptor. Esta evolución y los factores que la determinan se refuerzan con el resultado del Índice Mensual de Actividad Económica de meses recientes²⁰.

Gráfico 13. Nivel del PIB en volumen del tercer trimestre por actividad económica

Serie tendencia-ciclo, en porcentajes y nivel (IVT 2019=100)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El mercado laboral muestra también una mejora en el presente año, pero más lenta que la recuperación en la actividad económica.

Durante el 2021 el mercado laboral ha mostrado una lenta convergencia hacia los niveles de participación y ocupación observados antes de la pandemia. Esta transición además ha experimentado tropiezos reflejados en meses de estancamiento e incluso ligeros incrementos en los indicadores de desempleo, posiblemente relacionados con el endurecimiento de algunas medidas de restricción a la movilidad durante el año.

Tanto la tasa de participación como la de ocupación han mostrado una relativa estabilidad, ubicándose alrededor de 60% y 50%, respectivamente; sin embargo, entre junio y agosto mostraron una mayor aceleración. No obstante, ambos indicadores aún se encuentran lejos de los niveles registrados en febrero del 2020 (63,9% y 56,1% respectivamente).

²⁰ Por ejemplo ver [Índice Mensual de Actividad Económica de agosto del 2021](#). Si bien en el IMAE a agosto del año en curso las actividades de transporte y comercio se ubicaron por encima del nivel prepandemia, según el PIB al tercer trimestre del 2021 todavía no lo superan. Este resultado se debe a que se parte de un nivel diferente de comparación, en la serie de tendencia ciclo del IMAE, el nivel base es febrero del 2020, mientras que en el PIB la comparación es con el IV trimestre del 2020. Además, la reducción del coeficiente del margen de comercio (ver recuadro 1 de [IMA E julio 2021.pdf](#)) y el incremento en precio de los combustibles son factores que inciden en el crecimiento moderado del valor agregado de estas actividades. Ver recuadro 2 de [IMA E diciembre 2020.pdf](#).

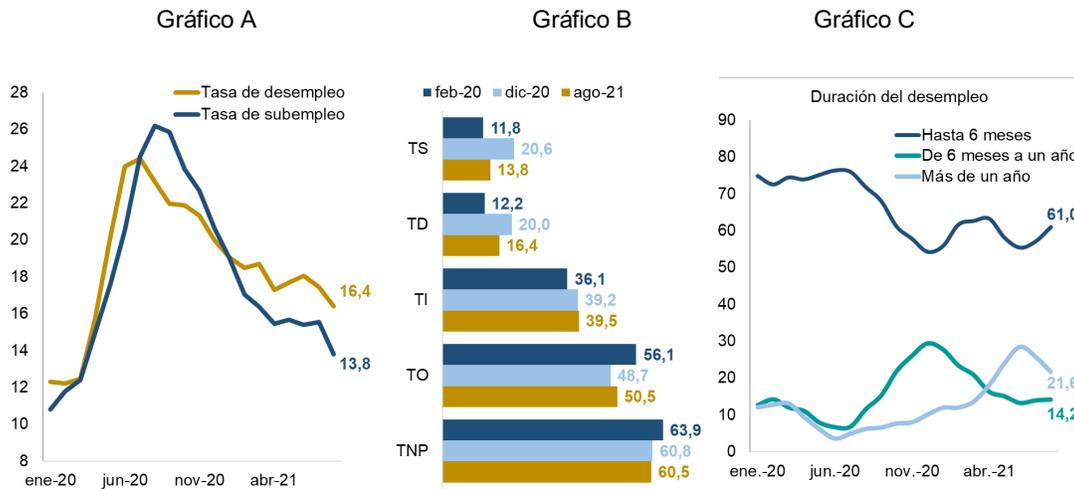
Por su parte, el desempleo y el subempleo han tendido a la baja a lo largo del año, aunque con mayor celeridad en los tres meses terminados en agosto (que son los últimos tres para los que se tiene información). La tasa de desempleo se ubicó en el trimestre móvil concluido en agosto en 16,4%; esto es 3,6 p.p. menos que en diciembre del año anterior, pero superior en 4,2 p.p. a la tasa de desempleo previa a la pandemia (febrero del 2020). Por su parte, en ese mismo lapso la tasa de subempleo fue 13,8%, valor inferior en 6,8 p.p. al de diciembre y 2,0 p.p. más que el nivel observado previo al inicio de la pandemia (Gráfico 14.A).

La reducción en la tasa de desempleo ha estado acompañada de una mejora en el tiempo que tardan las personas buscando trabajo pues, como se aprecia en el Gráfico 14.C, entre enero y agosto aumentó la proporción de personas que llevan menos de seis meses buscando empleo y disminuyó la proporción con periodos de búsqueda de entre 6 y 12 meses. Por otra parte, la tasa de quienes han estado más de un año buscando empleo (21,6%), si bien se mantiene superior en comparación con enero (12,0%), ha tendido a disminuir luego del máximo registrado en junio (28,4%). Es probable que algunos de estos trabajadores logran reinsertarse en el mercado laboral; sin embargo, el comportamiento de la tasa de inactividad sugiere la posibilidad de que algunos de esos trabajadores hayan decidido salir del mercado laboral.

En efecto, la tasa de inactividad alcanzó un valor máximo de 42,9% en julio del 2020 y desde finales del año pasado se ha mantenido alrededor del 39,5%, lo cual da indicios de que el choque del 2020 significó una salida permanente del mercado laboral para algunos trabajadores.

Gráfico 14. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes



Nota: TS: tasa de subempleo, TD: tasa de desempleo, TI: tasa de inactividad, TO: tasa de ocupación, TNP: tasa neta de participación.

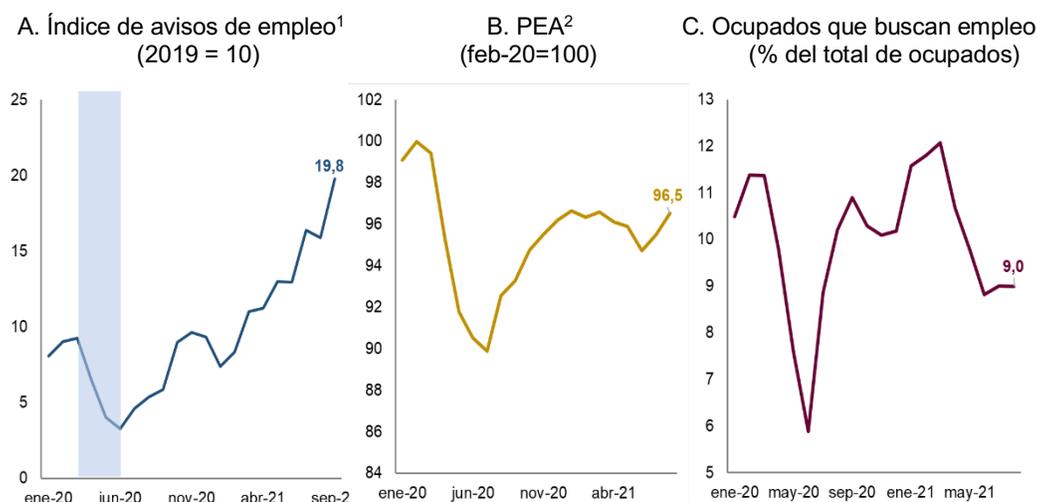
Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEC

Mientras que la oferta de trabajo se mantiene por debajo de los niveles prepandemia, la demanda de trabajo se ha reactivado.

El mayor dinamismo en la actividad económica también se ha manifestado en una mayor demanda de trabajo por parte de las empresas. El índice de avisos de empleo (Recuadro 1) muestra que entre marzo y junio del 2020 la demanda de trabajo se contrajo en poco más del 60%, pero empezó a recuperarse a partir del segundo semestre de ese año y a principios del 2021 alcanzó el nivel observado previo a la pandemia; posteriormente ha mostrado una tendencia al alza (Gráfico 15.A).

El impulso de la demanda laboral contrasta con una oferta que aún no logra recuperar el nivel observado a principios del 2020. Así, si se aproxima la oferta laboral por el nivel absoluto de la población económicamente activa (o fuerza de trabajo), se observa que la oferta se ha recuperado apenas parcialmente de la fuerte caída que experimentó con la pandemia (Gráfico 15.B). Además, durante el 2021 la proporción de trabajadores ocupados en búsqueda de empleo se redujo cerca de 3,0 p.p., lo que se traduce en una oferta laboral aún menor (Gráfico 15.C). Este descalce o desfase entre la demanda y la oferta laborales podría generar dificultades para que las empresas puedan encontrar los trabajadores que necesitan, particularmente en ciertos tipos de empleos.

Gráfico 15. Indicadores de oferta y demanda de trabajo



¹Calculado a partir de la serie de media móvil de tres meses.

² Población económicamente activa.

Fuente: BCCR con datos del INEC y la Agencia Nacional de Empleo.

Lo anterior podría generar presiones al alza en los salarios en algunas industrias, especialmente en presencia de problemas estructurales entre la oferta y la demanda.

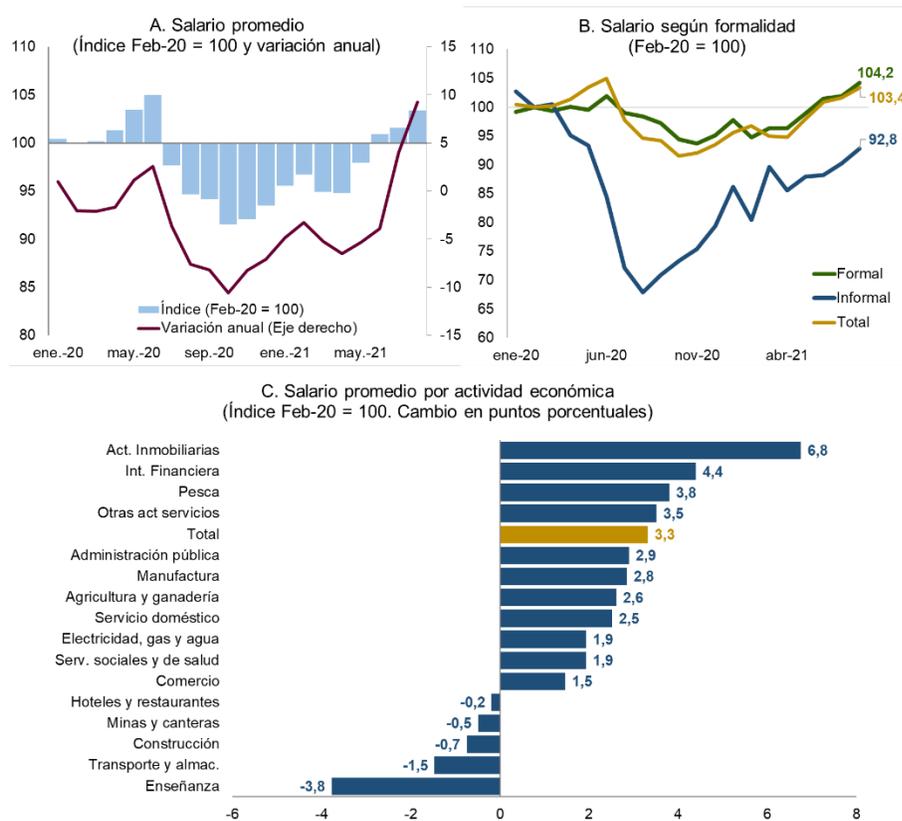
Según cifras del INEC, el ingreso salarial promedio muestra tasas de variación interanual positivas desde junio último y en agosto esa variación fue de 9,2%. Claro está que estas tasas de variación contienen el efecto base de la contracción en el 2020. Por lo tanto, en el Gráfico 16.A se presenta también el salario como un índice con base febrero del 2020 para eliminar ese efecto. Puede observarse que desde junio

del 2021 el salario promedio alcanzó el nivel observado previo a la pandemia y a agosto resultó 3,4% mayor.

En el caso de los trabajadores formales, se observa que los salarios alcanzaron el nivel prepandemia en junio del presente año, y al mes de agosto son 4,2 p.p. mayores respecto a febrero del año anterior. En contraste, los trabajadores informales aún registran ingresos salariales promedio inferiores en 7,2 p.p. (Gráfico 16.B).

Por otra parte, las estadísticas de salarios de la CCSS registran un salario promedio para los trabajadores cotizantes superior en 3,3% respecto al valor registrado en febrero del 2020 y que es superior al de dicho periodo en la mayoría de las industrias. Destacan los salarios promedio de las actividades inmobiliarias y de servicios financieros, superiores en 6,8 p.p. y 4,4 p.p. respectivamente. En contraste, en hoteles y restaurantes, minas, construcción, transporte y almacenamiento y enseñanza los salarios al mes de agosto permanecen ligeramente por debajo del nivel prepandemia²¹.

Gráfico 16. Salario según actividad económica, formalidad y sector institucional.



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

²¹ Cabe destacar que se trata de actividades directamente afectadas por las restricciones de movilidad implementadas desde marzo de 2020, mientras que, para el caso de la enseñanza, este resultado también refleja los efectos de las medidas de contención de gasto derivadas de la reforma fiscal.

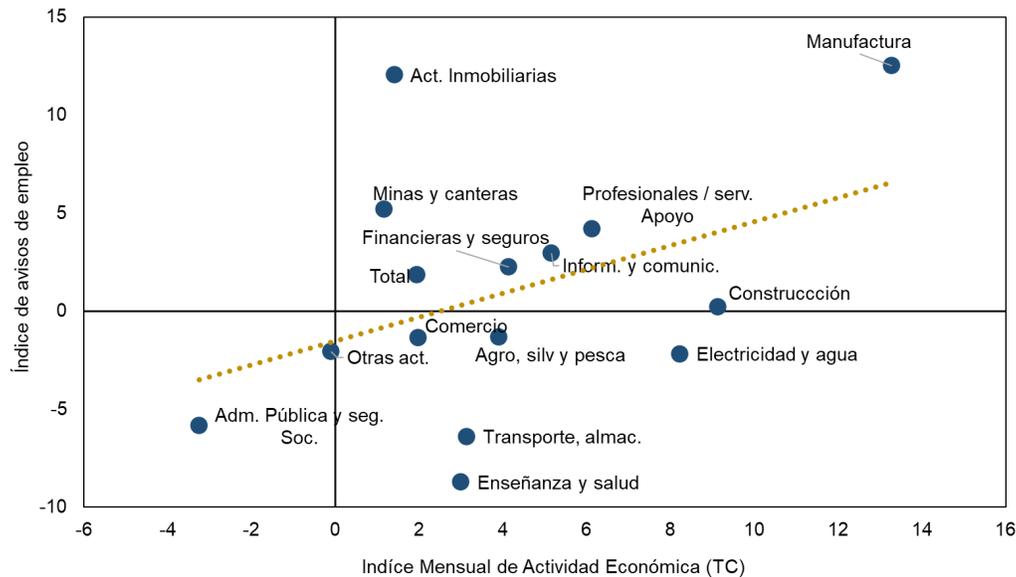
La presencia de fricciones en el mercado laboral podría explicar el estancamiento de la oferta laboral, así como la lenta reducción del desempleo.

La reactivación económica ha incrementado la demanda de trabajo y permite así que el desempleo disminuya. De hecho, las actividades más dinámicas son también las que han mostrado una mayor demanda de trabajo (Gráfico 17). Sin embargo, la pandemia afectó más severamente a los trabajadores de baja escolaridad, de zonas rurales y que se desempeñaban en ocupaciones de baja y media calificación. Para este grupo, reinserirse al mercado laboral es más difícil y puede requerir del apoyo de políticas públicas dirigidas, por ejemplo, a capacitación y adquisición de nuevas habilidades.

Por otra parte, entre aquellos que deciden no continuar con la búsqueda de trabajo, los principales argumentos señalados fueron la ausencia de oportunidades en su zona de residencia, lo cual es particularmente relevante en regiones como el Pacífico Central y Brunca, las obligaciones familiares (cuido de niños o adultos mayores, por ejemplo), y discriminación laboral por razones de edad y sexo. Estos factores no solo desincentivan la participación laboral, sino que impiden una rápida vinculación entre la oferta y la demanda de trabajo, lo cual incrementa los costos de contratación e impide el acceso de más personas a un trabajo remunerado.

Gráfico 17. Variación en el Índice Mensual de Actividad Económica y el Índice de avisos de empleo (IAE) en agosto de 2021 con respecto a febrero 2020.

(En puntos porcentuales)



Nota: Índice de avisos de empleo por actividad económica construido a partir de la serie de media móvil de 12 meses.

Fuente: BCCR con datos propios y de la Agencia Nacional de Empleo

La recuperación de la actividad económica y el deterioro de los términos de intercambio incidieron en un aumento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Con base en información preliminar, en el tercer trimestre del año en curso se registró un déficit en la cuenta corriente de 1,0% del PIB, superior en 0,4 p.p. al de igual periodo del 2020 (Cuadro 2). El déficit de la cuenta de bienes se amplió, apoyado por un repunte en el valor de las importaciones²² más que proporcional en relación con las ventas externas, que fueron lideradas en el régimen definitivo por la manufactura y en los especiales por los instrumentos y dispositivos médicos. Por su parte, la mayor renta de la inversión directa incrementó el balance negativo de la cuenta de ingreso primario. Estos déficits fueron parcialmente contrarrestados por el aumento en el superávit de la cuenta de servicios, principalmente por la expansión de la cuenta de viajes (aumento en el turismo receptor).

Cuadro 2. Principales indicadores de la balanza de pagos

Millones de USD y como porcentaje el PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	III Trimestre		III Trimestre	
	2020	2021	2020	2021
I Cuenta corriente	-391	-606	-0,6	-1,0
A. Bienes	-652	-984	-1,1	-1,6
Exportaciones FOB	2 953	3 730	4,8	6,0
Importaciones CIF	3 604	4 714	5,8	7,5
Hidrocarburos	173	375	0,3	0,6
B. Servicios	831	1 176	1,3	1,9
Viajes	-10	171	0,0	0,3
C. Ingreso Primario	-714	-966	-1,2	-1,5
D. Ingreso Secundario	143	168	0,2	0,3
II Cuenta de Capital	8	5	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-384	-601	-0,6	-1,0
III Cuenta financiera	-40	-1 024	-0,1	-1,6
Sector Público	-498	-1 084	-0,8	-1,7
Sector Privado	459	60	0,7	0,1
Pasivos de Inversión Directa	-462	-666	-0,7	-1,1
IV Activos de Reserva	-347	423	-0,6	0,7
Saldo de Activos de Reserva	8 238	7 565	13,3	12,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El acceso a recursos externos, tanto del sector público como del privado, fue suficiente para financiar el resultado conjunto de la cuenta corriente y la cuenta de capital, lo que propició un incremento de activos de reserva en el tercer trimestre del año. Ese aumento de recursos se concentró en el sector público, en particular por la asignación

²² Las compras externas del régimen definitivo aumentaron en términos interanuales un 32,5%, mientras que en regímenes especiales lo hicieron en 23,5%. En el régimen definitivo sobresale el crecimiento de las compras de materias primas para la manufactura, bienes de consumo (duradero y no duradero) y, en menor medida, bienes de capital. Particularmente, la factura petrolera reflejó el mayor volumen de barriles importados y el aumento en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos con respecto al mismo período del año previo (25,3% y 72,8% respectivamente).

de Derechos Especiales de Giro (DEG) al Banco Central por parte del FMI y los desembolsos netos hacia el Gobierno Central que, en conjunto, representaron un 1,2% del PIB. En lo concerniente a los inlfujos al sector privado, predominó la inversión directa, focalizada en la industria manufacturera, vinculada, en mayor medida, a empresas de implementos médicos.

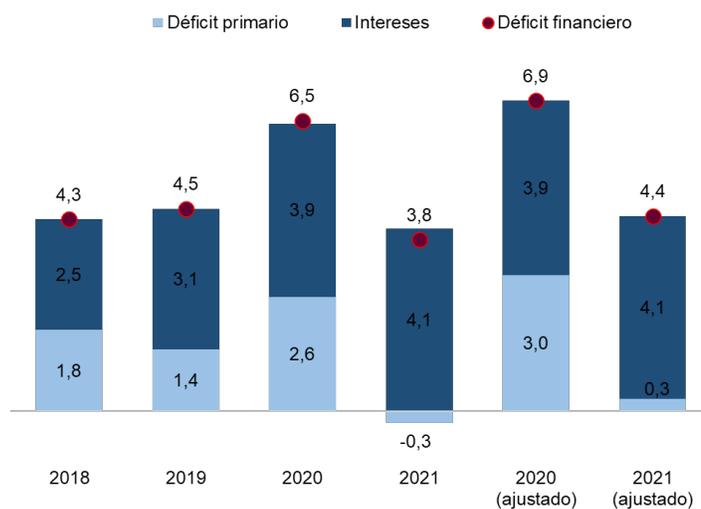
Sin embargo, es importante señalar que al término de setiembre el saldo de los activos de reserva como porcentaje del PIB disminuyó, al pasar de 13,3% en el 2020 a 12,1% en el 2021.

Las cuentas fiscales muestran una significativa mejora en los resultados primario y financiero respecto al año anterior, aunque la deuda continúa al alza.

De conformidad con la información acumulada a setiembre del 2021, el Gobierno generó un superávit primario de 0,3% del PIB, que contrasta con el déficit de 2,6% registrado 12 meses atrás (Gráfico 18). En este resultado influyó la mejora en la recaudación, a su vez explicada por la recuperación en la actividad económica, el rendimiento de las reformas contempladas en la Ley 9635, así como la consolidación de las operaciones de los órganos desconcentrados (OD) con las del Gobierno Central (GC) a partir del 2021 (Ley 9524) y el traslado de recursos de superávit libres de algunas entidades públicas en cumplimiento a lo establecido en las leyes 9371 y 9925 (Ley Pagar). También contribuyó fuertemente a los buenos resultados fiscales la contención de gasto, asociada a la aplicación de la regla fiscal (de hecho, la contención del gasto fue mucho más allá de la exigido por regla fiscal). Al incluir los gastos por intereses, el déficit financiero ascendió a 3,8% del PIB (6,5% en igual lapso un año antes)²³.

Gráfico 18. Gobierno Central resultados primario y financiero

Porcentaje del PIB



Cifras acumuladas a setiembre de cada año.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

²³ Para mayor detalle ver [Cifras mensuales de Ingresos, Gastos y Financiamiento del Gobierno Central](#).

Dado que las cifras del 2021 están influidas por los efectos de la aplicación de las leyes 9371, 9524, 9635 y 9925, es preciso realizar algunos ajustes estadísticos que permitan estimar la magnitud del esfuerzo fiscal una vez que la medición se realice sobre bases comparables. Al considerar estos ajustes, se estima que en setiembre del 2021 el resultado primario acumulado sería un déficit de 0,3% del PIB, en tanto que el déficit financiero sería de 4,4%, comparado con los déficits de 3,0% y 6,9% en el mismo periodo del 2020. Por tanto, es claro que, aun una vez excluidos los efectos antes señalados, en el presente año ha habido una mejora muy significativa en los resultados fiscales, tanto por la mayor recaudación de ingresos como por la contracción de los gastos primarios²⁴.

Pese a la mejora en los resultados primario y financiero, la deuda pública continuó en aumento. Se estima que la razón de la deuda del Gobierno Central respecto al PIB se ubicaría en 71,4% del PIB en setiembre del 2021, es decir, 6,1 p.p. más que un año antes y 3,9 p.p. por encima del saldo de diciembre del 2020. En este resultado de deuda incidió también el prefinanciamiento alcanzado por el Gobierno en últimos meses. Así, a setiembre del 2021 el financiamiento neto del Gobierno Central se ejecutó mediante la colocación neta de títulos de deuda interna (en especial, en el sistema financiero por 3,6% del PIB) y el ingreso de créditos externos (1,0% del PIB), que permitió atender no sólo el déficit financiero sino acumular depósitos en el Banco Central (2,2% del PIB).²⁵ Todo ello se dio en un contexto de menores tasas de interés, tal como se aprecia en el Cuadro 3.

Cuadro 3. Evolución de las tasas de interés de la deuda bonificada colocada entre enero del 2020 y octubre del 2021

En porcentajes

Periodo/ Años	Colones					Dólares			
	3	5	7	10	15	3	5	7	Más de 10 años
dic-19	6,7	7,4	8,0	8,6	9,2	-	5,6	6,0	6,4
dic-20	6,6	8,0	9,0	9,4	-	-	-	-	-
ene-21	6,2	7,7	-	9,2	-	-	6,4	-	-
feb-21	5,8	7,3	8,8	9,1	9,3	4,6	5,9	6,8	7,0
mar-21	5,3	7,1	8,4	9,0	9,3	4,6	5,7	6,4	6,8
abr-21	4,7	6,9	7,5	8,4	-	-	-	6,1	6,6
may-21	4,4	6,0	7,3	8,0	8,3	4,0	-	-	6,2
jun-21	4,4	5,7	7,0	7,6	8,2	3,2	-	-	-
jul-21	4,1	-	6,6	-	8,0	-	-	-	-
ago-21	3,2	5,0	5,4	6,8	7,1	-	3,9	4,3	5,2
sep-21	3,4	4,8	5,3	5,7	-	-	3,8	4,3	5,1
oct-21	3,3	4,7	-	-	-	3,9	-	-	-

Fuente: Ministerio de Hacienda.

²⁴ En particular, los ingresos totales ajustados crecieron 6,6% (contra una caída de 9,3% en el 2020), repunte que está asociado con las reformas tributarias que introdujo la Ley 9635 y con la recuperación de la actividad económica desde la segunda mitad del año anterior, que resultó en un incremento en los impuestos en aduanas (congruente con el mayor dinamismo de las importaciones), a los combustibles, a la propiedad de vehículos y al traspaso de bienes inmuebles. Por el lado de los egresos, el componente primario (gasto total menos los intereses) se contrajo un 14% (-0,6% un año antes), principalmente, como consecuencia del esfuerzo de contención de los gastos corrientes primarios más allá de lo contemplado por la regla fiscal. Al considerar el aumento del gasto por intereses (de 3,9% a 4,2% del PIB), el gasto total registró una caída de 8,4% (crecimiento de 3,4% en setiembre del 2020).

²⁵ Así, excluidos los depósitos en el Banco Central, la deuda neta del Gobierno a setiembre sería de 70,4% del PIB.

1.3 Condiciones financieras

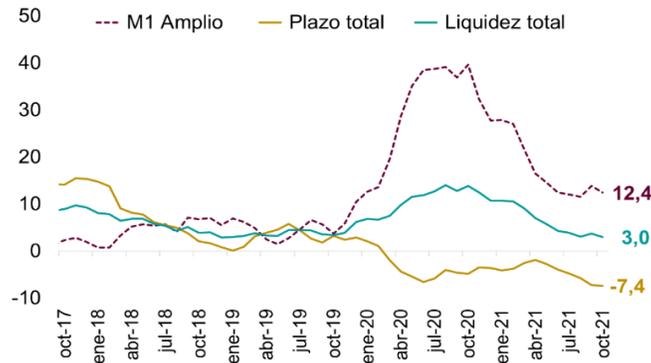
El ritmo de crecimiento de los agregados monetarios se ha moderado en el presente año, en parte debido a la menor incertidumbre en la economía.

En lo transcurrido del 2021, la tasa de variación de los agregados monetarios se ha desacelerado en comparación con el año anterior. Este comportamiento es particularmente notorio en el caso de los agregados más líquidos. Así, por ejemplo, la variación interanual promedio del medio circulante amplio (M1A) entre enero y octubre pasado pasó de 30,3% en el 2020 a 17,0% en el presente año (sin efecto cambiario).

Como se recordará, en el 2020 los agregados más líquidos crecieron a tasas muy elevadas debido, principalmente, a la incertidumbre existente entre los agentes económicos sobre el curso futuro de la pandemia y su impacto en la economía. Conforme la actividad económica se ha recuperado, la demanda por liquidez ha tendido a moderarse, como se aprecia en el Gráfico 19. De hecho, la liquidez total crece a tasas interanuales menores que las de la economía como un todo, lo que se refleja en la caída de la relación entre la liquidez total y el PIB (Gráfico 20) en el presente año (aunque dicha relación todavía supera los niveles prepandemia).

Gráfico 19. Medio circulante amplio, depósitos a plazo y liquidez total: variación interanual

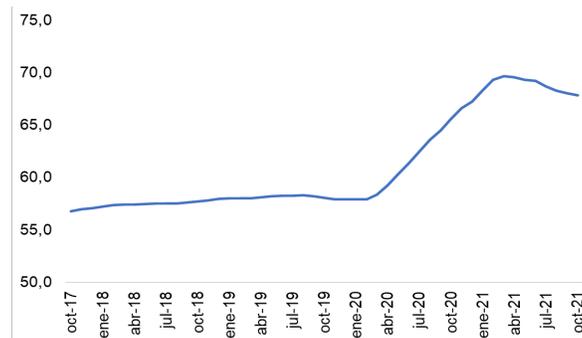
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 20. Relación entre la liquidez total y el PIB

En porcentajes



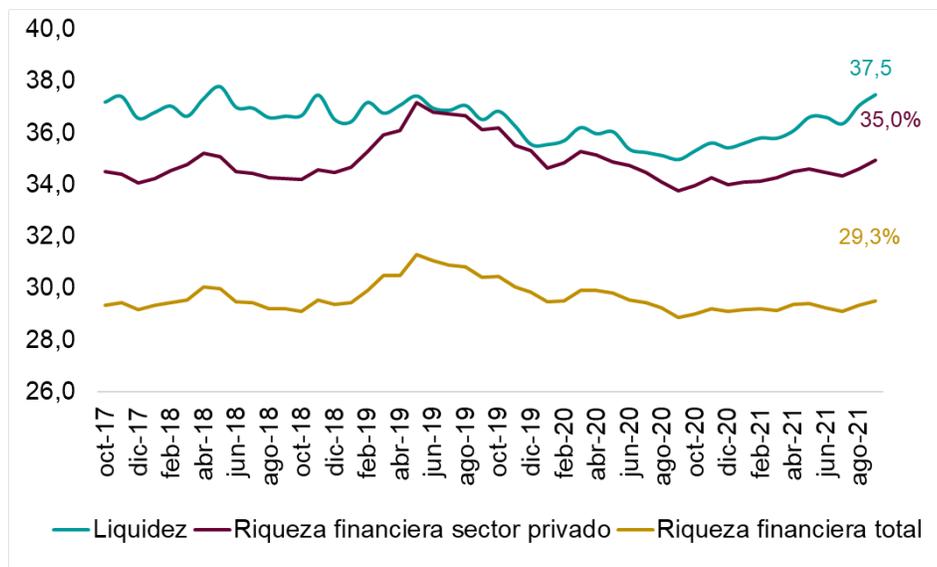
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los ahorrantes han mostrado recientemente una mayor preferencia por los activos denominados en moneda extranjera.

Esa mayor preferencia se aprecia en el aumento de la participación del componente de la moneda extranjera tanto en la liquidez total como en la riqueza financiera. En el caso de la liquidez, entre diciembre del 2020 y setiembre del presente año dicha participación aumentó 2,0 p.p., mientras que en la riqueza total fue de 0,4 p.p. en igual lapso (Gráfico 21)²⁶. No obstante, en la riqueza financiera del sector privado que, es de esperar, reaccione más a consideraciones de mercado en comparación con la riqueza financiera total (que incluye además al sector público), el aumento de la participación del componente en moneda extranjera en el periodo indicado fue de 1,0 p.p. El comportamiento de los ahorrantes es coherente con los valores negativos que presenta el premio por ahorrar en moneda nacional desde mediados del año pasado (Gráfico 22). Esos bajos niveles del premio son consecuencia tanto de las bajas tasas de interés en colones como del aumento en las expectativas de mercado de la variación del tipo de cambio del dólar.

Gráfico 21. Liquidez (LT) y riqueza financiera total (RFT): participación del componente en moneda extranjera

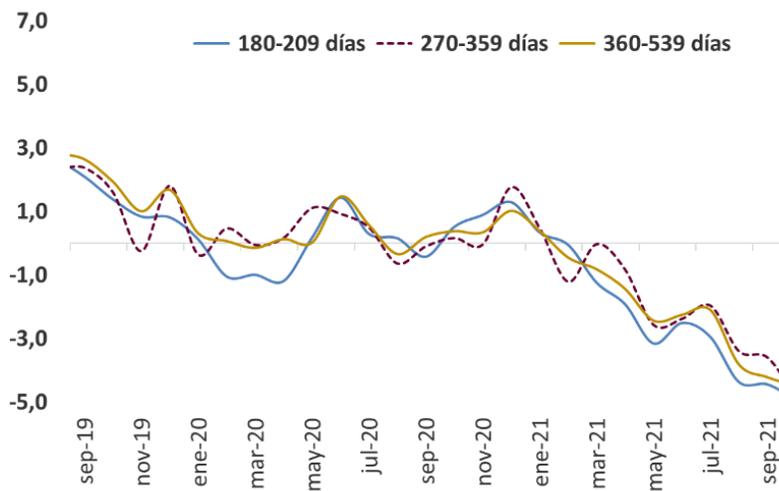
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁶ También incidió en este resultado la estrategia de financiamiento que ha aplicado la Tesorería Nacional este año, concentrada principalmente en títulos denominados en colones.

Gráfico 22. Premio por ahorrar en moneda nacional por plazo¹
En puntos porcentuales



¹Calculado 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.

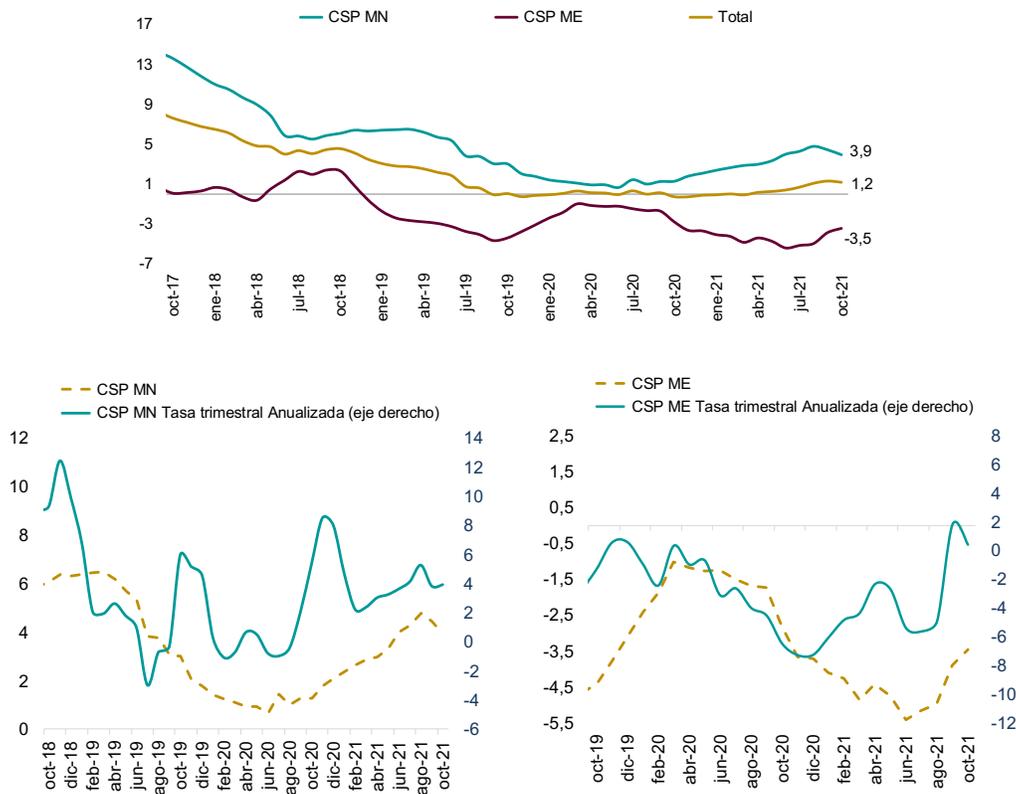
El crédito al sector privado en moneda nacional continúa en aumento.

El crédito al sector privado (CSP) en moneda nacional ha mantenido a lo largo del presente año la tendencia creciente que muestra desde mediados del 2020, si bien a tasas moderadas si se las compara con el crecimiento nominal estimado para la economía²⁷. Sin embargo, este incremento ha sido parcialmente compensado por la contracción del componente en moneda extranjera (Gráfico 23). Así, en forma agregada la variación interanual del crédito al sector privado en el año en curso (con cifras a octubre) es de 1,2%, comparado con una caída de 0,3% un año atrás. Sin embargo, en setiembre y octubre el ritmo de crecimiento tanto del crédito en moneda nacional como extranjera se desaceleró, lo cual se evidencia en el comportamiento de la tasa de variación trimestral anualizada de ambos componentes.

La evolución del CSP implicó la desdolarización de la cartera de crédito, pues la participación relativa del crédito en ME en la cartera total disminuyó, al pasar de 37,6% en octubre del 2020 a 36,0% un año después.

²⁷ La tasa promedio de la variación interanual del crédito al sector privado en moneda nacional en el 2021 es de 3,6%, mientras que el crecimiento nominal del PIB estimado para este año es de 7,1%.

Gráfico 23. Crédito al sector privado por moneda¹
Variación interanual en porcentajes y variación trimestral anualizada



¹Cifras sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

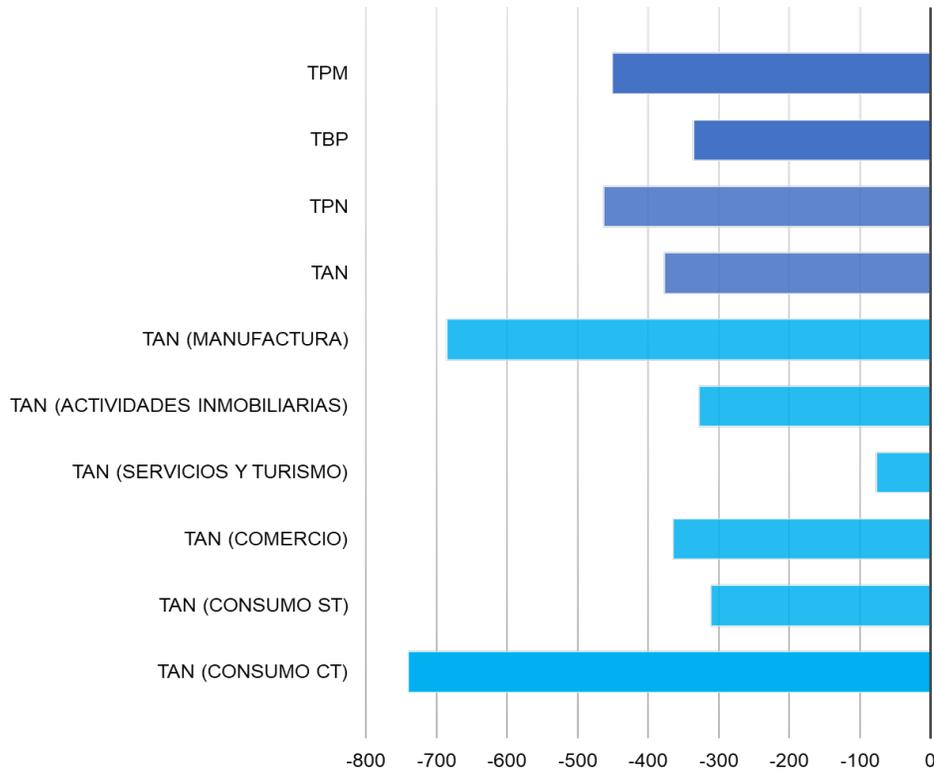
El crédito al sector privado en moneda nacional ha sido estimulado por las bajas tasas de interés.

En línea con la política monetaria expansiva que ha seguido el BCCR desde el 2019, las tasas de interés del sistema financiero nacional se mantienen en niveles bajos. En octubre la tasa de interés activa promedio negociada (TAN) en colones fue de 9,8% (comparado con 9,4% un año atrás y 13,7% en febrero del 2019, mes previo al inicio del ciclo de política monetaria expansiva). Si se analizan las tasas sobre préstamos por rama de actividad, entre marzo del 2019 y octubre del año en curso se observó una significativa reducción, tanto en colones como dólares, en todas las actividades, pero especialmente en consumo, manufactura y comercio (Gráfico 24).

Por su parte, las tasas pasivas (sobre instrumentos de ahorro) también se han venido reduciendo. La Tasa Básica Pasiva (TBP) alcanzó a inicios de octubre un nuevo mínimo de 2,8%, inferior en 50 puntos básicos al valor registrado un año atrás, y durante el mes de octubre se ha mantenido en ese nivel.

Gráfico 24. Tasa de política monetaria, Tasa básica pasiva, tasas de interés pasivas por plazo y tasas activas por tipo de actividad

Variación entre el 27 de marzo del 2019 y el 20 de octubre del 2021, en porcentajes



TPM: tasa de política monetaria, TAN tasa activa negociada, 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.

La disminución de las tasas de interés también se manifestó en las captaciones del Gobierno, pues en todos los plazos de dichas captaciones ha habido un comportamiento a la baja en las tasas de interés a partir del 2019.

1.4 Inflación

Las tasas de variación de los precios al productor mantuvieron una tendencia creciente, y alcanzaron dos dígitos.

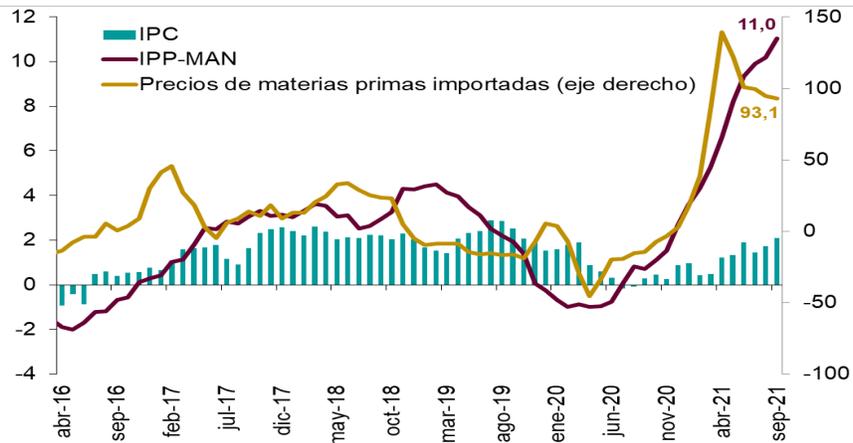
El Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) mantuvo durante el tercer trimestre del año en curso variaciones interanuales crecientes, influido por los incrementos en el precio de las materias primas en el mercado internacional, los mayores costos de fletes marítimos y el aumento en el tipo de cambio²⁸.

²⁸ Para mayor detalle ver el Recuadro 5 de la [Revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022](#) de julio pasado. Aumento de los precios de materias primas y su impacto en Costa Rica.

Particularmente en setiembre pasado la variación interanual fue de 11,0% (0,8 p.p. más que en el mes previo) (Gráfico 25).

Gráfico 25. Inflación general e inflación al productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

Esta aceleración, observada desde el cuarto trimestre del 2020, se manifiesta tanto en el componente alimenticio como, sobre todo, en el no alimenticio (variación interanual de 6,6% y 16,1%, respectivamente, en setiembre del presente año). En este último, el comportamiento fue explicado por los precios de los productos de plástico, hierro, acero y papel, que registraron un aporte promedio al crecimiento del IPP-MAN entre enero y setiembre del 2021 de 22,7%, 13,6% y 11,9% en ese orden; es decir, que en su conjunto los precios de estos bienes explicaron alrededor de un 48% del crecimiento interanual promedio del IPP-MAN en ese lapso. 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 32% en igual periodo.

No obstante, este incremento todavía no se ha trasladado al Índice de Precios al Consumidor (IPC). Dicha transmisión en la cadena productiva (causalidad de precios mayoristas a minoristas) puede estar condicionada por factores de consumo, los inventarios y la capacidad ociosa de la economía (brecha del producto negativa), entre otros elementos²⁹.

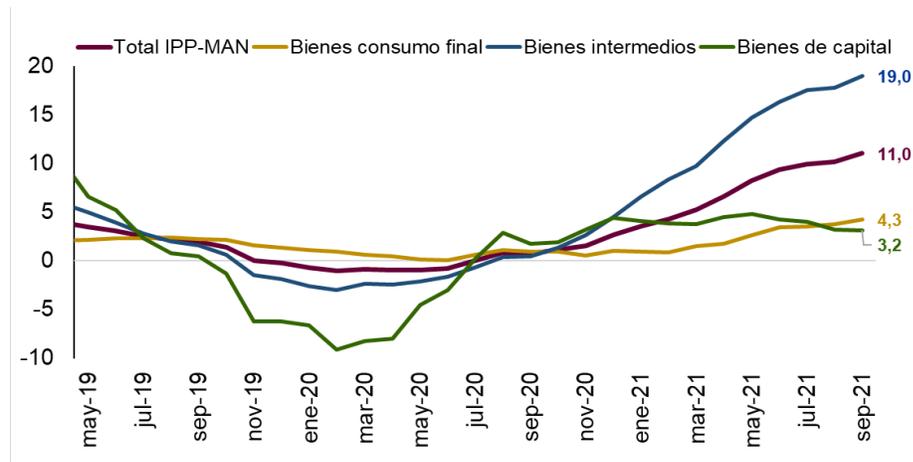
²⁹ La escasa traslación de los aumentos en el IPP al IPC no es exclusiva de Costa Rica: está ocurriendo en otras economías con la excepción de la estadounidense, donde las presiones de demanda son mayores. En la zona del euro, China, Colombia y Chile, mientras los precios al productor registraron a setiembre del 2021 tasas de crecimiento de 16,0%, 10,7%, 19,7% y 27,3%, los crecimientos respectivos para el IPC se ubicaron en 3,4%, 0,7%, 4,5% y 5,3%. En el caso de Estados Unidos, las tasas respectivas fueron 8,6% y 5,4%.

Esa traslación incompleta de IPP-MAN a IPC implica que los márgenes de comercialización se han estrechado³⁰.

Al considerar la transmisión del IPP-MAN al IPC también es importante acotar que el primero incluye precios en la puerta de la fábrica para bienes destinados al consumo final (duradero y no duradero), consumo intermedio o bienes de capital. Es de esperar que, en el corto plazo, la variación de precios del IPP-MAN de productos con destino al consumo final incida en mayor medida en el IPC que los otros componentes. En este sentido la variación de precios de la producción con destino al consumo final en setiembre fue de 4,3%, para un promedio en el lapso enero-setiembre del presente año de 2,5%. Esta última es menor a la tasa promedio de los otros componentes en igual periodo, y particularmente mucho menor a la tasas de variación en los precios de bienes intermedios, que son los que han contribuido más al aumento en el IPP-MAN (Gráfico 26).

Gráfico 26. Precios al productor de la manufactura por tipo de bien para el mercado interno

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Pese al incremento de la inflación al productor, la inflación general y la subyacente continúan en valores bajos.

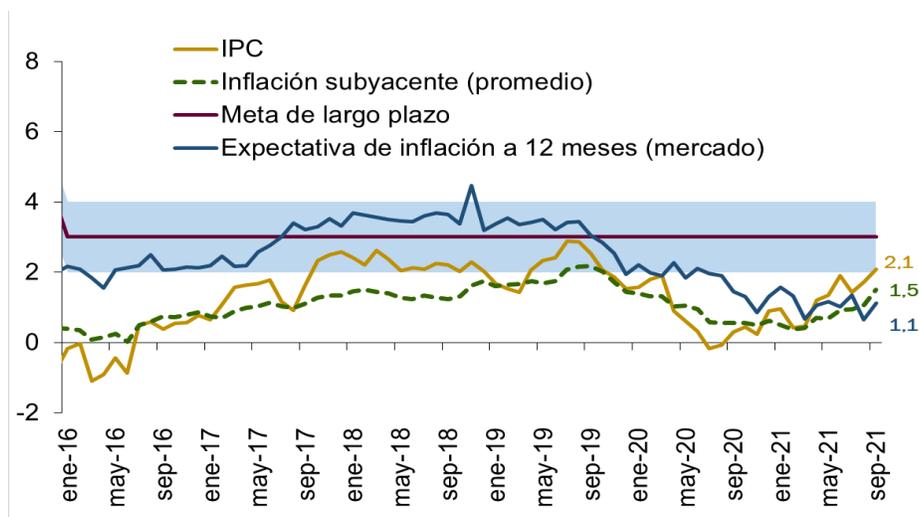
La inflación general, medida por la variación interanual del IPC, se mantuvo en julio y agosto pasados por debajo del rango de tolerancia establecido para la inflación con respecto a su meta (3,0% ± 1 p.p.), pero ingresó a ese rango en setiembre, por primera vez en 23 meses. Particularmente, en setiembre presentó una variación interanual de

³⁰ En Costa Rica los márgenes de comercialización han tendido a disminuir. Véase al respecto: https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos/Sector%20Indicadores%20de%20Precios%20y%20de%20Cantidad/IMAE_JULIO_2021.pdf

2,1%. Por su parte, en ese mismo mes, el promedio de los indicadores de inflación subyacente³¹ registró una variación interanual de 1,5% (Gráfico 27).

Gráfico 27. Indicadores de inflación general, subyacente y expectativas

Variación interanual, en porcentajes



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

Si bien la inflación (general y subyacente) continúa baja, se ha acelerado desde el segundo trimestre del año en curso. La aceleración de la inflación se asocia principalmente a un efecto base; es decir, a que los valores con los cuales se efectúa la comparación son muy bajos³². Por ejemplo, en la [Revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022](#) de julio pasado (Recuadro 4) se estimó que de la inflación general de junio del 2021 (1,9%), entre 0,6 y 1,2 p.p. obedecieron a este efecto. Al actualizar ese ejercicio para la tasa de setiembre del 2021 (2,1%), dicho efecto se ubicó entre 0,1 p.p. y 1,1 p.p. (Gráfico 28). Además, influyeron el aumento en los precios internacionales de las materias primas, en especial de los derivados del petróleo (que luego de registrar una caída de 31% en el 2020, se estima que este año presentarán un incremento de 57,1%, con una tasa interanual de 91,5% a setiembre), el aumento en los costos de los fletes marítimos y el aumento en el tipo de cambio

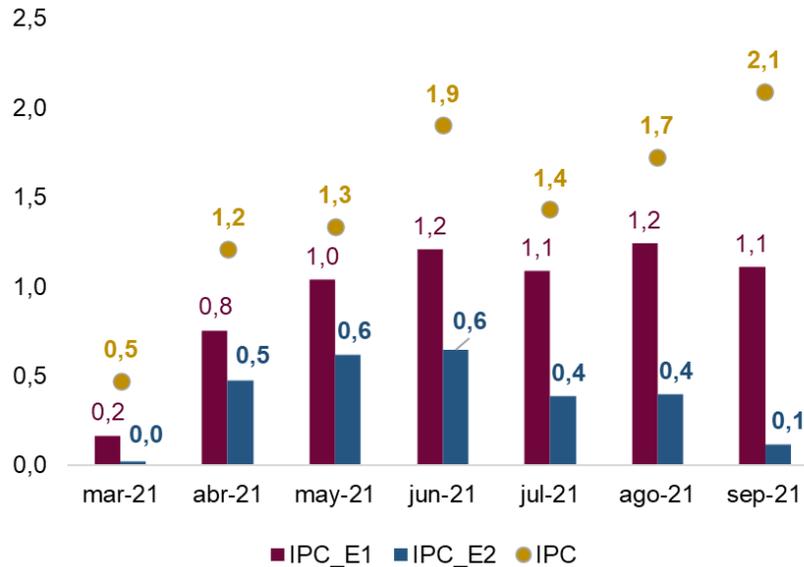
³¹ La inflación subyacente excluye los componentes más volátiles del IPC. El BCCR calcula varios indicadores de inflación subyacente: a) de exclusión fija por volatilidad (IEV), b) reponderación por volatilidad (IRV), c) exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF), d) de media truncada (IMT) y e) reponderación por persistencia (IRP). El dato indicado es el promedio simple de la variación interanual de estos indicadores.

³² El impacto de los efectos base se debe a que los puntos de referencia para la estimación de las tasas de variación interanual durante el segundo y tercer trimestres del año en curso son los bajos niveles de precios observados en iguales trimestres del 2020 debido al impacto del COVID-19. En el primer trimestre del 2020, el promedio de las variaciones interanuales del IPC y de la subyacente fueron de 1,8% y 1,4% en ese orden, tasas que se desaceleraron a 0,3% y 0,8% en el segundo y tercer trimestres de ese año en promedio.

registrado a partir de abril del 2020, que medido con base en Monex ha sido de 9,3% acumulado³³.

Gráfico 28. Efecto base sobre la tasa de inflación

En puntos porcentuales



IPC_E1= consiste en tomar el promedio de la tasa de variación interanual de la tendencia en un lapso previo a la crisis, en este caso se utilizó el año 2019 (1,68%).

IPC_E2= consiste en mantener el valor del IPC observado en el mes previo al inicio de la pandemia, febrero del 2020. Equivale a decir que la inflación de los meses siguientes es 0%.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Es importante notar que los efectos base y, con base en proyecciones actuales, también el aumento de los precios de los bienes importados, tienen un impacto transitorio en la inflación, que debería ir mermando en el 2022. En ese sentido, el moderado repunte reciente en la inflación refleja choques temporales, entre ellos choques externos y por el lado de la oferta, y no presiones de demanda interna.

De hecho, la economía costarricense todavía presenta las fuerzas desinflacionarias observadas desde el 2019: una brecha del producto negativa (pese al impulso de la recuperación económica), una alta tasa de desempleo (16,4% en el trimestre móvil finalizado en agosto), escaso crecimiento del crédito total al sector privado (en torno

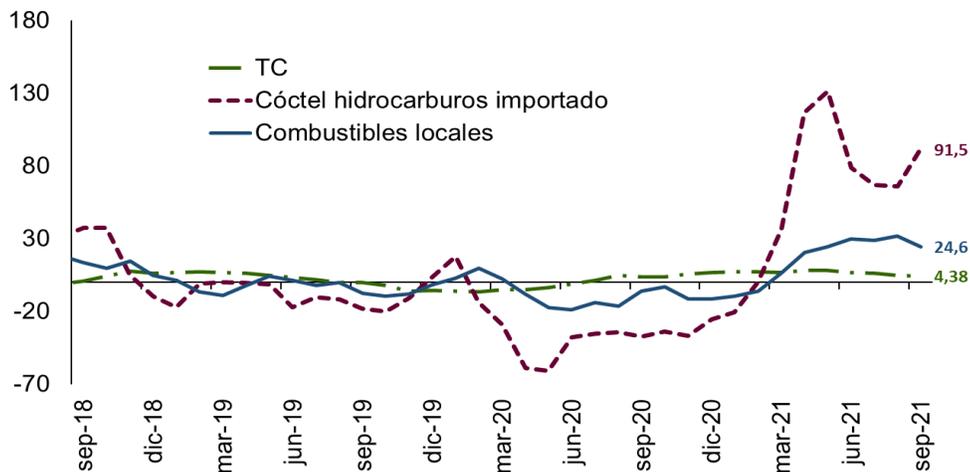
³³ Sin embargo, los estudios del BCCR sugieren que el coeficiente del efecto traspaso del tipo de cambio a los precios internos se ha reducido con el tiempo, desde 0,6 p.p. durante el periodo 2005-2007 a 0,27 p.p. en octubre de 2015 y 0,2 p.p. estimado con información a noviembre de 2017. La estimación más reciente indica que el efecto es asimétrico: alrededor de 20% para aumentos del tipo de cambio, y de 15% para disminuciones, la mayor parte del cual se completa antes de los 9 meses. Una posible explicación de la reducción en el efecto traspaso es la mayor flexibilidad cambiaria, pues al ser menos predecible el tipo de cambio, los agentes económicos tienden a mostrarse más cautelosos al incorporar sus posibles variaciones en el precio final de los bienes y servicios que ofrecen. El anclaje de las expectativas de inflación puede haber incidido también. Para mayor detalle ver Brenes y Esquivel (2018). [Asimetrías en el traspaso del tipo de cambio durante el periodo de flexibilidad cambiaria en Costa Rica.](#)

al 1% en términos interanuales en setiembre) y bajas expectativas de inflación (1,1% a 12 meses en setiembre último y ancladas en torno a 2,0% a 36 y 60 meses en lo que transcurre del presente año, según información de mercado³⁴).

Con respecto al efecto de la inflación importada, cabe mencionar que la evolución de los precios de los hidrocarburos que importa el país se transmite de forma directa, aunque con un rezago de poco más de un mes³⁵, al precio de los combustibles locales (incluido dentro del componente regulado del IPC). Los ajustes en el precio de los combustibles locales explicaron 69% y 75% de la inflación general en el segundo y tercer trimestres del 2021, respectivamente. En dicha transmisión influye también el comportamiento del tipo de cambio del colón con respecto al dólar (Gráfico 29). 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 electricidad³⁶.

Gráfico 29. Tipo de cambio y precios del cóctel de hidrocarburos importados y de los combustibles locales

Variación interanual, en porcentajes



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

³⁴ Calculadas a partir de la información de los rendimientos de bonos de deuda del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Mayor detalle en Segura Rodríguez, C. (2019). *Expectativas de inflación en el mercado de deuda soberana costarricense: ¿están ancladas?*

³⁵ 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.

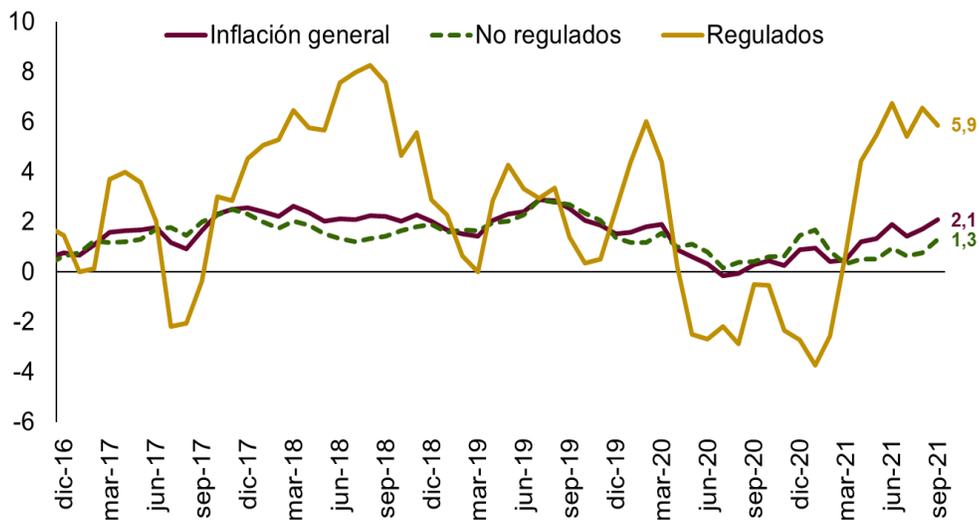
³⁶ En el servicio de electricidad, este efecto obedece a la aplicación trimestral de la metodología que reconoce el costo en que incurren los proveedores de servicios de electricidad al generar electricidad con diésel y búnker, el cual es denominado "costo variable por combustible".

En línea con lo anterior, al desagregar la inflación general por componentes regulado y no regulado (Gráfico 30), se observa un fuerte comportamiento al alza en el primero, pero mucho más moderado en el segundo. Específicamente, en el tercer trimestre del año en curso el componente regulado registró una variación interanual promedio de 6,0%, influido principalmente por el aumento de 28,4% en el precio local de los combustibles (diésel y gasolinas), que fue parcialmente compensado por la caída de 13,1% en la tarifa eléctrica.

Por su parte, la inflación de los bienes y servicios no regulados fue en promedio de 0,9% en el tercer trimestre del 2021, por debajo de la inflación general. Influyó en este resultado, en mayor medida, el aumento en el precio de las harinas de maíz y trigo (9,0%), carnes (7,0%), aceites y grasas (63,0%) y automóviles nuevos, lo que fue atenuado por la caída promedio de 2,6% y 1,6% en el precio de los bienes de origen agrícola y de los servicios de educación, respectivamente. Los incrementos de precios señalados reflejan en parte los niveles de precios altos (aunque decrecientes desde junio pasado) de los granos básicos en el mercado internacional, los cuales en el trimestre en cuestión registraron en promedio una variación interanual en torno a 44,6%, a lo que se sumó el aumento en el tipo de cambio.

Gráfico 30. Inflación general, según componentes

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos

Recuadro. Indicador de demanda de trabajo para Costa Rica³⁷

En años recientes ha cobrado cada vez más relevancia contar con información sobre la demanda de trabajo; por ejemplo, qué tipo de trabajadores buscan las empresas, qué actividades económicas tienen una mayor demanda y cómo responde esta ante fluctuaciones en el crecimiento de la producción. Adicionalmente, la implementación de modelos teóricos más sofisticados que reconocen la existencia de fricciones en el mercado laboral resalta la relevancia de variables no observables como la “tasa de vacantes³⁸” y su evolución en el tiempo.

Debido a esto, en diversos países se han implementado encuestas a establecimientos con el fin de obtener información sobre la cantidad de puestos de trabajo disponibles, así como sus principales características, preferiblemente con una periodicidad mensual. Sin embargo, llevar a cabo encuestas con esta periodicidad puede ser no solo operativamente complejo sino también costoso, razón por la cual se acude a otras fuentes de información, como son las bolsas de empleo en línea.

El Instituto Nacional de Aprendizaje (INA), junto con la Agencia Nacional de Empleo (ANE), tienen a disposición de oferentes y demandantes el sitio web www.ane.cr, en el cual las empresas pueden registrar información sobre sus puestos vacantes y los oferentes pueden aplicar a dichos puestos u ofertar sus servicios según sea su perfil laboral³⁹. El sitio web del ANE cuenta con información de 107 mil vacantes publicadas por alrededor de 14.000 empresas para el periodo 2015-2021. Cabe destacar que dicha información guarda similitud con la distribución de las empresas por provincia, tamaño y actividad económica registradas en otros marcos muestrales como el directorio de establecimientos del INEC o el registro de variables económicas del BCCR (Cuadros 1.1 y 1.2), aunque es probable que los sectores y regiones con mayor informalidad estén relativamente subrepresentadas en el ANE en comparación con las otras fuentes de información.

A partir de esta información, es posible construir índices de avisos de empleo (IAE) para darle seguimiento a la cantidad de vacantes publicadas por las empresas en el tiempo, lo cual permite hacer inferencia en torno a cuál es la dinámica de la demanda de trabajo en el corto plazo, así como identificar si esta se comporta de forma coherente con la actividad económica. Estos índices se construyen a partir de las series de media móvil de 3 y 12 meses, tomando como referencia el valor promedio para el año 2019.

Cabe destacar que este índice tiene la ventaja de funcionar como un indicador adelantado de la actividad económica, ya que al obtenerse la información de una página *web*, puede actualizarse con menor rezago en comparación con otros indicadores del sector real, como las cuentas nacionales, el IMAE y las encuestas del mercado laboral.

³⁷ El detalle metodológico y los principales resultados pueden revisarse en Sánchez Gómez, M.E. (2021). Índice de avisos de empleo para Costa Rica (documento en proceso).

³⁸ La tasa de vacantes se define como la razón entre las nuevas vacantes publicadas por las empresas y la suma de las contrataciones y las vacantes.

³⁹ Previo a agosto del 2020, se utilizaba la plataforma www.buscoempleocr.com.

Cuadro 1.1 Composición de las empresas por actividad económica, según fuente

	Composición (2015-2021)		
	ANE	INEC ^{1/}	BCCR ^{2/}
Actividad Económica			
Agricultura, silvicultura y pesca	2,1	7,3	6,3
Extracción de Minas y Canteras	0,3	0,1	0,2
Industria manufacturera	17,8	9,7	5,1
Electricidad, agua y saneamiento	1,2	0,8	0,8
Construcción	5,6	2,9	8,2
Comercio	20,8	34,4	21,3
Transporte y almacenamiento	2,3	3,0	6,5
Alojamiento y servicios de comida	9,9	11,4	7,1
Información y comunicaciones	6,2	1,6	1,6
Actividades financieras y de seguros	2,4	1,4	1,4
Actividades inmobiliarias	1,1	1,7	4,6
Profesionales, admin y de apoyo a empresas	19,2	9,8	12,6
Administración pública y seguridad social	1,0	0,0	0,1
Enseñanza y actividades de la salud	4,7	7,2	9,3
Otras actividades	5,5	8,7	15,0
Total	100,0	100,0	100,0

¹Directorio de establecimientos del INEC (2015-2020).

²Registro de Variables Económicas del BCCR (2015-2019)

Fuente: Elaboración propia con base en datos de ANE, INEC y BCCR.

Cuadro 1.2. Composición de las empresas por cantidad de trabajadores y provincia, según fuente

	Composición (2015-2021)		
	ANE	INEC ^{1/}	BCCR ^{2/}
Tamaño de empresa			
1 a 5	27,3	64,0	81,1
6 a 30	44,4	24,4	12,3
31 a 100	16,8	6,4	4,0
101 o más	11,5	3,0	2,5
No definido	0,0	2,1	0,0
Total	100,0	100,0	100,0
Provincia			
San José	55,7	39,8	43,5
Alajuela	13,7	20,8	18,3
Cartago	8,0	10,0	8,0
Heredia	13,0	12,3	11,3
Guanacaste	4,2	4,9	7,0
Puntarenas	3,3	7,2	7,3
Limón	1,3	4,4	4,4
ND	0,8	0,6	0,1
Total	100,0	100,0	100,0

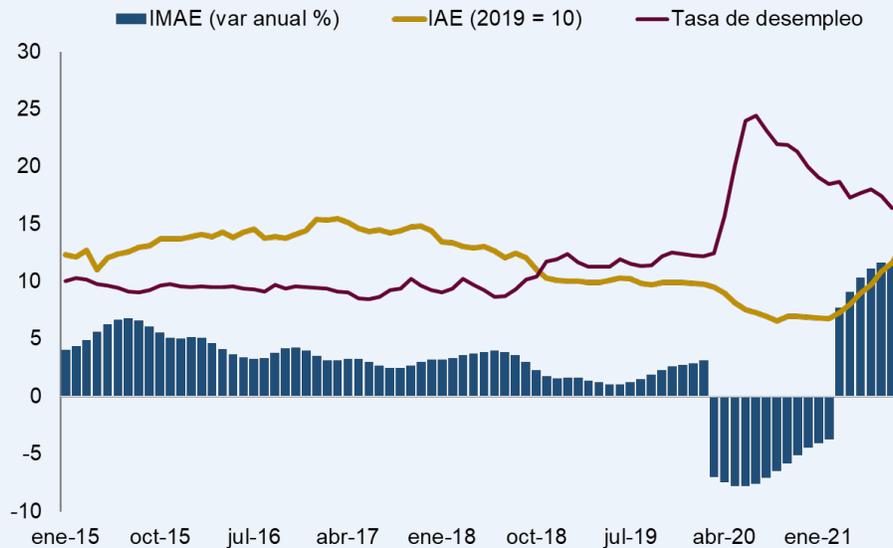
¹Directorio de establecimientos del INEC (2015-2020).

²Registro de Variables Económicas del BCCR (2015-2019)

Fuente: BCCR con datos propios, de la ANE y el INEC.

El IAE presenta una correlación positiva y estadísticamente significativa con el IMAE; es decir, aumentos en la producción se correlacionan de forma directa con aumentos en la demanda de trabajo, medida por el índice de avisos de empleo. Similarmente, hay correlación negativa y significativa entre la tasa de desempleo y el IAE, denotando que incrementos en la demanda de trabajo se correlacionan con reducciones en la cantidad de trabajadores desocupados (Gráfico 1.1).

Gráfico 1.1. Índice mensual de actividad económica (TC), tasa de desempleo e índice de avisos de empleo (2019 = 10).



¹IAE calculado a partir de la serie de media móvil de 12 meses.
Fuente: Elaboración propia con base en datos de ANE, BCCR e INEC.

Sin embargo, es importante mencionar que este indicador presenta algunas limitaciones. La primera, es que no todas las empresas tienden a contratar trabajadores a partir del uso de bolsas de empleo en línea, por lo que en algunas actividades, particularmente aquellas con un mayor componente de empleo informal, la demanda de trabajo puede estar subrepresentada, como es el caso de la agricultura, la construcción y algunos tipos de servicios. Similarmente, otras actividades podrían estar sobrerrepresentadas, dado que usan de forma relativamente más intensiva este tipo de plataformas para la contratación de personal, como los servicios profesionales, actividades de apoyo y los servicios financieros. Adicionalmente, debido a que el acceso a internet, aunque creciente, no es el mismo en la totalidad del país, podría haber subrepresentación de la demanda de trabajo en zonas con menor cobertura de este servicio, especialmente las rurales. Por tanto, el uso de este indicador para el análisis macroeconómico debe tomar en consideración estas limitaciones.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR



Capítulo 2. Acciones de política del BCCR

En el 2021 el BCCR ha mantenido el tono expansivo de la política monetaria, en virtud de que la inflación proyectada se mantiene por debajo de la meta en el horizonte de proyección. Ello se explica en parte por las fuerzas desinflacionarias que todavía persisten en la economía, pese a la reactivación económica. En este sentido, la Tasa de Política Monetaria (TPM) continúa en 0,75%, su mínimo histórico.

En línea con esa política monetaria expansiva, la liquidez del sistema financiero se ha mantenido holgada, lo cual se ha reflejado en una posición deudora neta del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL). Además, en junio pasado se completaron los desembolsos de la facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo introducida en setiembre del año anterior.

A partir de mayo del 2021, el mercado cambiario ha enfrentado presiones, en parte debido a la mayor demanda de divisas de las operadoras de fondos de pensión y del sector público no bancario. Estas presiones se han reflejado en una depreciación del colón y en un uso de las reservas internacionales (RIN).

Finalmente, el Banco Central ha participado activamente en el diseño y seguimiento del programa de políticas acordado a inicios de año entre el Gobierno de Costa Rica y el FMI en el marco de la Facilidad de Servicio Ampliado del FMI (SAF).

2.1 Tasa de Política Monetaria

El Banco Central ha mantenido en el presente año una política monetaria expansiva.

La TPM es el instrumento utilizado por el BCCR para señalar el tono de la política monetaria. Desde mediados de junio del 2020, el BCCR ha mantenido esa tasa en 0,75%, su mínimo histórico, luego de haber aplicado una reducción de 450 puntos básicos entre marzo del 2019 y el primer semestre del 2020 (Gráfico 31).

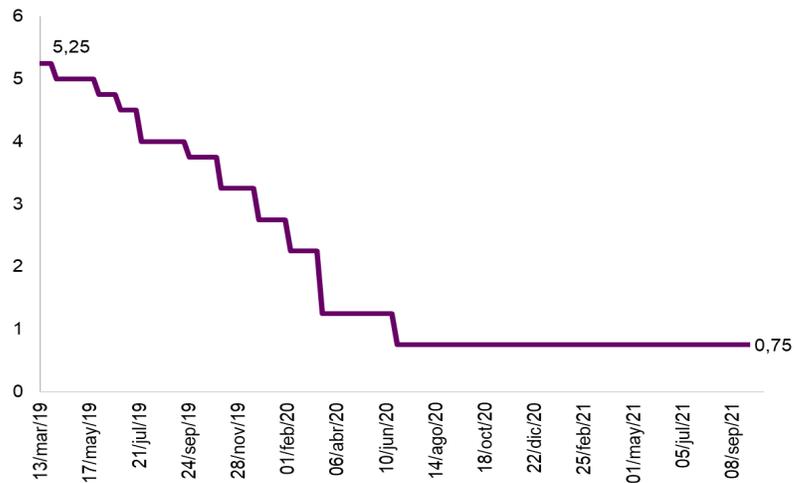
La decisión de la Junta Directiva de mantener la TPM en ese valor se fundamenta en que los modelos de pronóstico del Banco Central han ubicado y ubican la proyección de inflación por debajo de la meta de 3% en el horizonte de proyección de 24 meses. La baja inflación proyectada se explica, a su vez, por las condiciones desinflacionarias (brecha del producto negativa, alta tasa de desempleo, escaso crecimiento del crédito total al sector privado y bajas expectativas de inflación) que todavía presenta la economía nacional, a pesar de la vigorosa recuperación económica.

Bajo estas condiciones, la Junta Directiva del Banco Central estimó necesario mantener la postura expansiva de su política monetaria, en apoyo al proceso de recuperación económica y a la generación de empleo. Además, manifestó que mantendrá esta postura expansiva en el tanto los pronósticos de inflación muestren que, en los siguientes 24 meses, esta no superará de manera sostenida la meta de 3%.

En la decisión de política monetaria más reciente (del 25 de octubre último)⁴⁰, la Junta Directiva reconoció que, si bien la proyección central de la inflación se encuentra por debajo de la meta, los riesgos se inclinan hacia el alza. Por ello, indicó que el Banco Central se mantendrá vigilante, y adoptará oportunamente las acciones que se requieran para mantener la proyección de inflación dentro del rango de tolerancia. En ese sentido, los riesgos al alza en la inflación reducen el margen para continuar con esa postura expansiva.

Gráfico 31. Tasa de política monetaria del BCCR

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

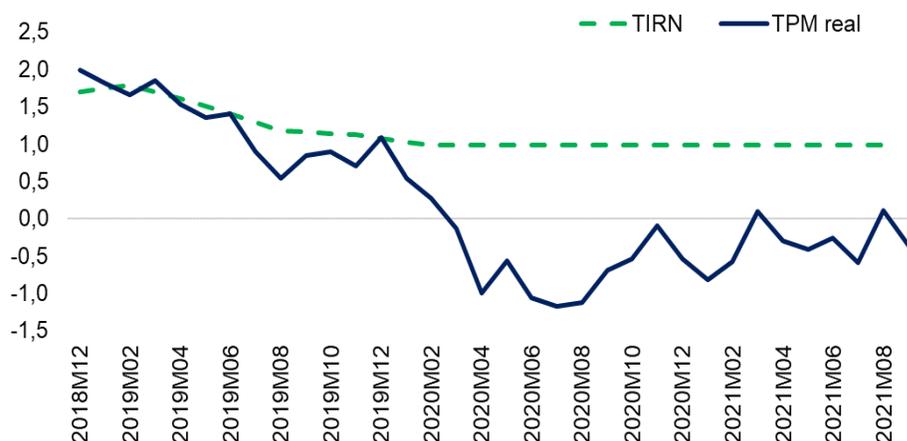
El tono expansivo de la política monetaria aplicada desde el 2019 se manifiesta en el hecho de que el valor real de la TPM se mantiene por debajo de la tasa de interés real neutral (TIRN). La TIRN corresponde al nivel de la tasa de interés compatible con ausencia de presiones inflacionarias o desinflacionarias y con expectativas de inflación que convergen a la meta del banco central. Es un indicador de referencia que permite caracterizar, en forma contemporánea o a posteriori, la postura de la política monetaria de un banco central. Cuando la tasa de política monetaria en términos reales es superior a la TIRN, se dice que la postura es contractiva, y cuando es inferior se dice que es expansiva. Como se aprecia en el Gráfico 32, desde marzo del 2019 la TPM real ha estado por debajo de la TIRN. De hecho, desde el inicio de la pandemia, en marzo del 2020, hasta la fecha, la política

⁴⁰https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/ComunicadoPoliticaMonetaria_07-2021.pdf.

monetaria ha sido claramente expansiva, al grado que incluso la TPM real ha estado en terreno negativo.

Gráfico 32. TPM real y tasa de interés real neutral

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2. Facilidad crediticia para los intermediarios financieros

Adicionalmente a las decisiones sobre la TPM, la Junta Directiva del BCCR ha discutido y aprobado otras medidas necesarias para apoyar la recuperación económica y garantizar la estabilidad del sistema financiero costarricense en el contexto de la pandemia del COVID-19. Una de estas medidas fue la introducción, en setiembre del 2020, de una facilidad especial y temporal de financiamiento a mediano plazo (operaciones diferidas a plazo, ODP)⁴¹. El monto original de esta facilidad fue de ₡700 mil millones, pero el 14 de enero del 2021 la Junta Directiva decidió ampliarla a ₡842.887 millones debido a que los intermediarios financieros manifestaron una demanda superior al monto inicial.

El objetivo de esta facilidad fue proveer a los intermediarios financieros regulados por la Sugef⁴² de recursos a mediano plazo en moneda nacional a bajo costo, condicionado a que ofrecieran facilidades de financiamiento al sector privado (hogares y empresas), en condiciones también favorables. Con ello, se buscó mitigar el impacto económico de la crisis sobre el consumo, la producción y el empleo, contribuir a reducir, de esa forma, las secuelas de la crisis actual 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

⁴¹ Aprobada en el artículo 5, del acta de la sesión 5955-2020, del 2 de setiembre del 2020.

⁴² 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 y aprobación por parte del BCCR de un plan de uso de los recursos.

contracción económica por la pandemia redujo la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero.

Del monto global aprobado se asignó un total de ¢828.142 millones (98,3%) y se desembolsó casi la totalidad (¢826.251 millones). Los desembolsos por parte del Banco Central iniciaron a finales del 2020 y concluyeron el 30 de junio del 2021, según lo dispuesto en el artículo 9, numeral 1, de la sesión 5986-2021 de 24 de febrero de este mismo año. Como se aprecia en el Cuadro 4, la mayor parte de los recursos fue desembolsado a los bancos y a 4 años plazo.

Cuadro 4. Desembolsos de la facilidad especial y temporal de financiamiento mediano plazo

En millones de colones

	Plazo		Total
	Dos años	Cuatro años	
Bancos	52 878	612 118	664 996
Resto	0	161 255	161 255
Total	52 878	773 373	826 251

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En general, todas las entidades cumplieron con la colocación del 100% de los recursos desembolsados en el plazo definido. Del saldo colocado a agosto del 2021, la mayoría de los recursos se utilizó para arreglos de pago (88,9%) y el 11,1% en nuevos créditos. De los arreglos de pago, el 78,4% se destinó a readecuaciones⁴³ y 10,5% a refinanciamientos (del total de refinanciamientos, el 4,3% corresponde a procesos de colonización). Estos resultados son coherentes con la incertidumbre existente en la economía debido a la pandemia: bajo esas condiciones, las empresas y los hogares prefieren posponer los proyectos de inversión y las necesidades de los prestatarios se manifiestan mayormente en arreglos de pago.

En total, se beneficiaron 26 610 deudores afectados por la pandemia. En relación con las características de los beneficiarios, el 44,1% de los recursos se orientaron a familias y un 30,6% a las micro, pequeñas y medianas empresas. La mayoría de las actividades económicas se favorecieron. Las que recibieron proporcionalmente más (por encima del promedio) fueron las de transporte, comercio, servicios, industria y agricultura.

⁴³ La definición de readecuaciones se puede encontrar en el artículo 3 del Acuerdo Sugef 1-05: [https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_consulta/historico_normativa_consulta/normativa_vigente/SUGEF%201-05%20\(v55%20del%2001%20de%20agosto%202019\).pdf](https://www.sugef.fi.cr/normativa/normativa_consulta/historico_normativa_consulta/normativa_vigente/SUGEF%201-05%20(v55%20del%2001%20de%20agosto%202019).pdf)

La facilidad se tradujo en una reducción promedio⁴⁴ en la tasa de interés de 364 puntos base (p.b.) en los arreglos de pago y de 644 p.b. en los nuevos créditos. Además, los recursos permitieron una reducción promedio en la cuota de los créditos del 29,7% en los arreglos de pago y de 48% en los nuevos créditos.

2.3 Gestión de la liquidez de corto plazo de la economía

En apoyo de la postura expansiva de la política monetaria, el Banco Central ha mantenido una posición holgada de liquidez agregada en el sistema financiero.

La liquidez del sistema financiero es afectada por varios factores, de los cuales destacan los depósitos del Gobierno y de los intermediarios financieros en el BCCR (en este último caso, por concepto del encaje mínimo legal y del encaje excedente), las operaciones de mercado abierto del Banco Central y las operaciones del Banco Central en el mercado cambiario.

El BCCR gestiona las condiciones de liquidez de corto plazo mediante operaciones en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) y con la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) en el mercado financiero. 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 Sugef⁴⁵.

A mediados del 2019 el BCCR redujo la tasa de encaje mínimo legal para los depósitos en moneda nacional de 15% a 12% con el fin de estimular el crédito, lo cual aumentó la liquidez del sistema financiero. Esta medida fue complementada a partir del segundo trimestre del 2020 con otras medidas adoptadas por esta entidad para mantener la estabilidad al sistema financiero y la economía como un todo ante la crisis provocada por la pandemia.

A la holgada disponibilidad de liquidez en la economía también contribuyó la disminución en el saldo de BEM en el presente año (por alrededor de ¢242.000 millones).

En el 2021 el sistema financiero ha continuado con una condición holgada de liquidez en moneda nacional

En el 2021 se pueden distinguir tres períodos en lo que concierne al comportamiento de la liquidez (Gráfico 33). En el primer trimestre del año, la liquidez disponible, medida por la posición deudora neta del BCCR en el MIL, registró un monto medio de ¢541.903 millones. Si bien en este período hubo una inyección importante de recursos al sistema financiero por los desembolsos de las ODP (¢332.762 millones) y los vencimientos de BEM (¢36.593 millones), el

⁴⁴Se refiere a la reducción promedio en la tasa, ponderado por el monto de la operación asociada.

⁴⁵ Dispuesto en el artículo 62 de la Ley Orgánica del BCCR. Actualmente esa tasa es de 12% para las operaciones en colones y de 15% para las denominadas en moneda extranjera.

Gobierno incrementó el saldo de sus depósitos en el BCCR en $\phi 403.874$ millones⁴⁶, lo cual contrarrestó ese efecto expansivo.

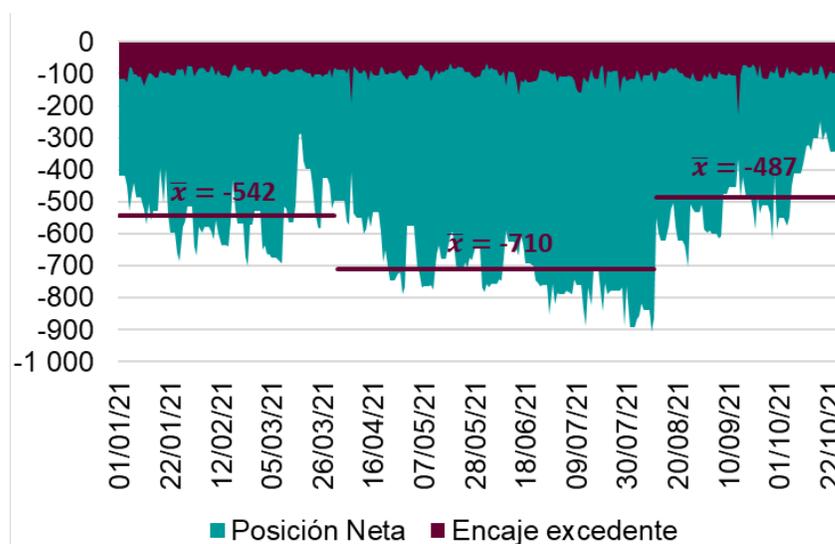
En el segundo período, del 1 de abril al 10 de agosto, el monto promedio de recursos líquidos ascendió a $\phi 710.303$ millones. Sobresalen en este lapso los siguientes movimientos:

- Los desembolsos por concepto de ODP ($\phi 491.552$ millones)⁴⁷.
- Vencimientos netos de BEM por $\phi 47.794$ millones y el pago de $\phi 39.385$ millones por concepto de intereses sobre esos títulos.
- Reducción en el saldo de depósitos del Gobierno en el BCCR ($\phi 36.570$ millones con respecto al término del primer trimestre)⁴⁸.
- Parte de estas inyecciones fue compensada por el efecto contractivo de la venta neta de divisas al sector público (la participación neta en el mercado cambiario fue de *USD* 530,8 millones, con lo cual drenó alrededor de $\phi 327.593$ millones).

Finalmente, en el último período (del 11 de agosto hasta el 28 de octubre), la liquidez disponible promedio disminuyó a $\phi 486.950$ millones. Destaca, nuevamente, el incremento del saldo de depósitos del Gobierno en el BCCR, superior en $\phi 232.610$ millones al observado al 10 de agosto (principalmente debido a la colocación neta de deuda estandarizada), junto con la venta neta de divisas por parte del Banco Central (*USD* 333,3 millones, equivalente a $\phi 210.096$ millones); esos efectos fueron parcialmente compensados por los vencimientos netos de BEM por $\phi 129.303$ millones.

Gráfico 33. Posición neta del BCCR en el MIL y encaje excedente

Miles de millones de colones



⁴⁶ Esto debido a que efectuó una considerable captación de recursos mediante la colocación de deuda estandarizada (en neto, $\phi 1.044.832$ millones).

⁴⁷ Del total de desembolsos, $\phi 2.041$ millones fueron realizados en diciembre del 2020.

⁴⁸ Además de lo anterior, en este lapso el Ministerio de Hacienda disminuyó el ritmo de captación de recursos mediante colocación de deuda estandarizada (en neto colocó $\phi 691.984$ millones, al tiempo que pagó intereses por $\phi 354.428$ millones), lo cual hizo que su cuenta de depósitos en el BCCR cerrara (al 10 de agosto) con un saldo menor al del cierre del primer trimestre.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La liquidez del sistema financiero en moneda nacional ha estado distribuida entre los distintos grupos de intermediarios financieros

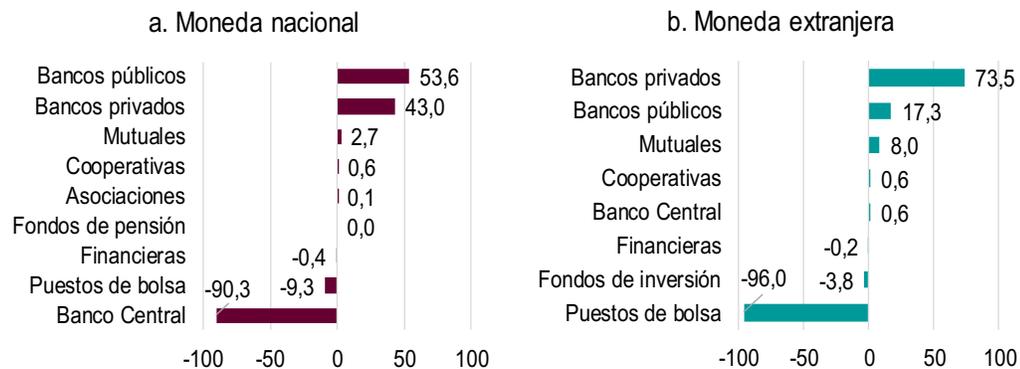
En el MIL, tanto en moneda nacional como extranjera en general la banca ha presentado una posición acreedora neta (Gráfico 34). Ello contrasta con la posición de los puestos de bolsa y las financieras, que suelen ser deudores netos en el MIL. El segmento de cooperativas pasó de ser acreedor a deudor neto en lo que transcurre del segundo semestre.

A pesar de las condiciones superavitarias de liquidez en el sistema financiero, las tasas de interés en las transacciones interbancarias en el MIL en moneda nacional se han mantenido ligeramente por encima de la TPM (Gráfico 35). Si bien son pocos los participantes que han mostrado una posición deudora, son precisamente estos entes los que suelen efectuar negociaciones a tasas de interés altas. En el 2021 la brecha entre la tasa de interés a 1 día plazo (excluidas las operaciones del BCCR) y la TPM fue en promedio de 17 p.b.

En moneda extranjera, en promedio, el monto negociado en el MIL fue de *USD 27 millones* y el grupo de los bancos privados es el principal acreedor neto.

Gráfico 34. Posición neta promedio de los intermediarios financieros durante el 2021

En porcentajes del total.

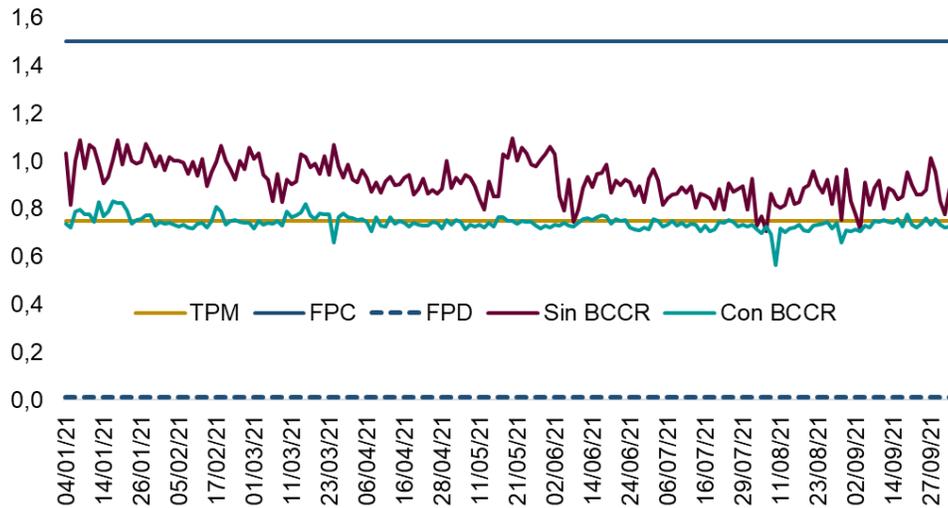


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Al igual que en moneda nacional, los puestos de bolsa son los principales deudores netos en moneda extranjera. Desde inicios de su operación en el MIL, la estrategia de estas entidades ha sido financiarse en este mercado y a plazos mayores. Dado el peso de este segmento en moneda extranjera, estas negociaciones impactan significativamente el plazo promedio ponderado⁴⁹, lo cual, a su vez, explica buena parte de la variación de las tasas de interés negociadas en esta moneda.

⁴⁹ En moneda extranjera el plazo promedio ponderado de las negociaciones efectuadas es de 5 días, mientras que en moneda nacional es de 2 días si se toman en cuenta solo las operaciones de los intermediarios financieros y de 1 día si se incluyen las realizadas con el Banco Central.

Gráfico 35. Tasas de interés en el MIL a un día plazo en moneda nacional
En porcentajes



FPC= facilidad permanente de crédito, FPD= facilidad permanente de depósitos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.4. Participación del BCCR en el mercado cambiario

A partir de mayo del presente año se ha reducido el superávit en el mercado privado de divisas, más allá de lo típicamente explicado por factores estacionales.

En el comportamiento del mercado cambiario privado (“ventanillas”) se pueden identificar dos periodos claramente diferenciados en lo transcurrido del 2021. Entre enero y mayo el superávit de ventanillas fue de *USD 1.087 millones* (alrededor del 60% del total registrado en el año).

En los meses siguientes (junio a octubre), sin embargo, el comportamiento cambió. Esto es coherente con patrones estacionales identificados en el mercado cambiario, en virtud de los cuales el superávit en ventanillas en este segundo lapso tiende a ser menor. Sin embargo, este año la reducción superó lo históricamente observado. Así, el superávit promedio diario pasó de *USD 10,6 millones* en el primer lapso a *USD 6,8 millones* en el segundo, para una reducción de casi *USD 4 millones* por día, mientras que para el periodo 2016-2020 la reducción observada entre ambos periodos fue de aproximadamente *USD 2,2 millones* por día.

Este comportamiento en ventanillas refleja el aumento en la cantidad demandada de divisas por parte del sector privado.

En la mayor demanda del sector privado influyeron los siguientes aspectos:

- Un incremento en la demanda de divisas por parte de ahorrantes institucionales y, en particular, operadoras de fondos de pensión que, por

razones de diversificación, han decidido aumentar su tenencia de activos en moneda extranjera. Según lo informado por la Superintendencia de Pensiones (Supen), el aumento en ese saldo fue de *USD 745,5 millones* en los primeros nueve meses del 2021, monto superior a lo observado en años previos⁵⁰.

- b) El aumento en los precios de los bienes importados, reforzado por cuellos de botella logísticos, que han ocasionado un fuerte incremento en los costos del transporte de mercancías, especialmente por vía marítima.
- c) El proceso gradual de colonización de algunos créditos al sector privado durante el 2020 y el 2021. En el tanto los intermediarios financieros mantengan su posición en moneda extranjera (diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera), la colonización implica un aumento en la demanda dólares en el mercado.
- d) El aumento en la dolarización de los pasivos financieros pues, como se comentó antes, la participación del componente en moneda extranjera de la riqueza financiera (total y, especialmente, la del sector privado) en meses recientes ha aumentado.

También ha habido una mayor demanda de divisas por parte del sector público.

La mayor demanda de divisas del sector público no bancario este año se explica por la necesidad del Gobierno y otras entidades públicas de atender sus vencimientos de deuda en moneda extranjera, en un contexto de desembolsos de créditos de apoyo presupuestario para el Gobierno Central menores a lo previsto inicialmente⁵¹. Ello ha obligado al Gobierno a acudir al BCCR para adquirir, con colones, las divisas necesarias para atender sus compromisos.

A ese factor se añade el incremento en el precio internacional del petróleo. Así, la Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope) demandó más divisas al BCCR para atender la factura petrolera más elevada (*USD 1.060 millones* en los primeros 9 meses del 2021, comparado con *USD 623 millones* en igual periodo del 2020).

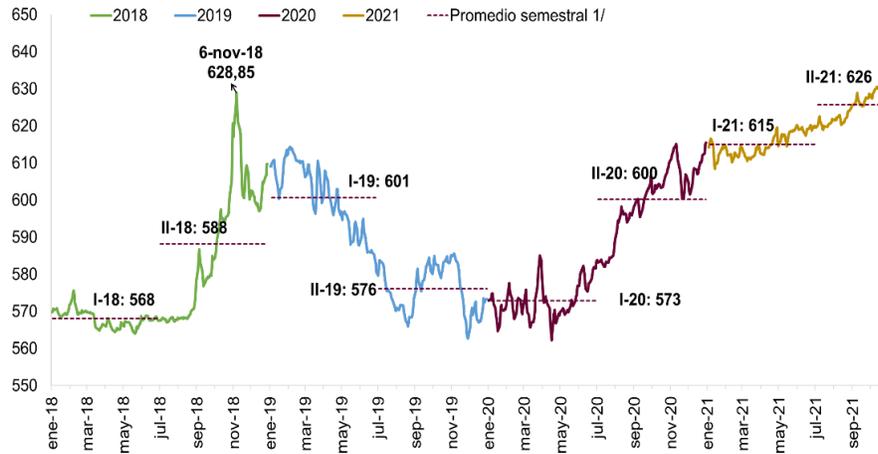
En conjunto, estos factores han puesto cierta presión sobre el mercado cambiario, que se ha manifestado en una depreciación moderada del colón.

Como se aprecia en el Gráfico 36, el tipo de cambio del mercado de monedas extranjeras (Monex) presenta una tendencia al alza desde abril del 2020, aunque su tasa de variación se ha desacelerado en el presente año. Al 29 de octubre del 2021 el tipo de cambio promedio ponderado de Monex fue de *¢640,73*, lo que implica una depreciación nominal de la moneda nacional de 3,9% en lo transcurrido del presente año.

⁵⁰ En los primeros nueve meses de años previos (2016-2020) en promedio la cartera en dólares aumentó *USD 516,0 millones*.

⁵¹ Entre junio y julio el Gobierno recibió *USD 596 millones* por este concepto y, en el Programa Macroeconómico de enero del 2021 el flujo de financiamiento para el 2021 se estimó en *USD 2.514 millones*.

Gráfico 36. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por dólar

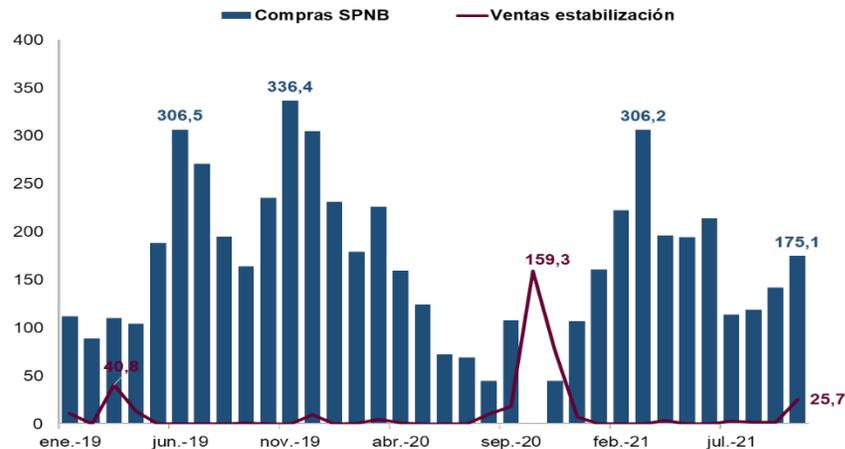


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En línea con el régimen cambiario de flotación administrada, el BCCR ha participado en el mercado cambiario para satisfacer las necesidades del sector público no bancario (SPNB) y mitigar fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio.

La participación del BCCR en el mercado cambiario puede obedecer a varios objetivos: a) evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio (estabilización), b) satisfacer los requerimientos de divisas del SPNB y c) llenar sus propias necesidades. En lo transcurrido del presente año, dicha participación se ha orientado fundamentalmente a la compra de divisas para el SPNB (Gráfico 37). Las operaciones por estabilización han sido aisladas y por montos relativamente pequeños, toda vez que, pese a la tendencia al alza del tipo de cambio, la volatilidad se ha mantenido relativamente baja (menor en comparación con el año pasado).

Gráfico 37. Intervención del BCCR en Monex
Millones de dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El comportamiento del mercado cambiario ha llevado a un uso de reservas internacionales en lo transcurrido del año.

La condición del mercado cambiario ha impedido que el BCCR adquiera en Monex la totalidad de los requerimientos del SPNB. En efecto, en lo transcurrido del año, el SPNB ha demandado divisas por USD 2.766 millones y el BCCR solo pudo adquirir en el mercado USD 1.843 millones, por lo cual utilizó alrededor de USD 923 millones de sus activos de reserva para cubrir la diferencia.

No obstante, estos movimientos fueron compensados por el aumento de los depósitos en dólares del Gobierno en el BCCR (por USD 406 millones) y por la asignación de DEG por parte del FMI en el mes de agosto (por USD 502 millones).

La combinación de estos factores llevó a que el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) ascendiera al pasado 28 de octubre a USD 7.258 millones, monto superior en USD 33 millones al registrado al término del año anterior (Gráfico 38).

Gráfico 38. Evolución del saldo de las RIN

Millones de dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.5 Participación del Banco Central en el programa con el FMI

El BCCR ha participado activamente tanto en el diseño y negociación del programa de políticas económicas acordado a inicios de año entre el Gobierno de Costa Rica y el FMI en el marco de la Facilidad de Servicio Ampliado del Fondo (SAF), como en el seguimiento de dicho programa.

Al respecto, este programa contiene la siguiente condicionalidad:

- **Metas cuantitativas.** El programa del FMI establece criterios de desempeño (metas cuantitativas), así como objetivos indicativos intermedios. Además de las MC continuas bajo el programa, que también se enumeran en el convenio, la condicionalidad cuantitativa incluirá pisos para las reservas internacionales netas del BCCR, y techos para el resultado primario y el saldo de la deuda del Gobierno Central.

- **Cláusula de Consulta de Política Monetaria (CCPM).** El programa incluye una CCPM para alinear la condicionalidad con el marco de metas de inflación del BCCR. El progreso en el cumplimiento de las metas de inflación se controla por medio de una banda de consulta externa de ± 3 p.p. y una banda de consulta interna de ± 1.5 p.p. alrededor de las proyecciones de inflación interanual (IPC) del convenio. Si la inflación observada cae fuera de la banda exterior, el BCCR consultará con el Directorio del FMI para discutir las razones de la desviación y la respuesta de política. Si la inflación observada cae fuera de la banda interna, el BCCR la discusión se realizará con el personal técnico del FMI.
- **Condicionidad estructural.** Los elementos de referencia estructural propuestos en el marco del programa han sido calibrados y escalonados de acuerdo con las prioridades de políticas económicas de las autoridades y su capacidad de implementación.

Entre el 22 de septiembre y el 6 de octubre del presente año, una misión del FMI, dirigida por la señora Manuela Goretti, realizó la primera revisión de este programa económico⁵².

El equipo técnico de la misión reconoció avances significativos en material fiscal, en la racionalización del gasto público y en el apoyo a programas sociales. Además, la misión se mostró satisfecha con el cumplimiento de las primeras metas cuantitativas, con información a julio del 2021.

En particular, destacó la mejora en la recaudación tributaria y el compromiso firme del Gobierno con la contención del gasto, que permitieron acumular un superávit primario de 0,26% del PIB a setiembre del 2021, el mejor resultado fiscal obtenido desde setiembre del 2008. El equipo del FMI también señaló la buena marcha de la política monetaria, y manifestó su acuerdo con el tono expansivo de dicha política en el contexto de baja inflación actual y proyectada y de expectativas inflacionarias contenidas.

No obstante, la misión señaló la necesidad de avanzar en la discusión legislativa de los siete proyectos de ley que son parte del programa económico acordado en enero⁵³.

⁵² Ver el comunicado de prensa del FMI del 7 de octubre del 2021, “El personal técnico del FMI concluye visita virtual a Costa Rica para evaluar el progreso de las reformas económicas en el marco del programa del Servicio Ampliado del Fondo”, <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/10/07/pr21288-costa-rica-imf-staff-concludes-virtual-visit-discuss-progress-of-economic-reforms-under-eff>.

⁵³ Actualmente se encuentran en la corriente legislativa los siguientes proyectos de ley: Expediente N.º 21 336 - Ley marco de empleo público, Expediente N.º 22 354 – Ley de Impuesto especial sobre los premios de lotería y otros juegos de azar que venda, distribuya o comercialice la Junta de Protección Social, Expediente N.º 22 364 – Reforma a la Ley General de Aduanas o Expediente N.º 22 369 - Ley de reducción de beneficios fiscales y ajuste de tarifas en rentas de capital para fortalecer el sistema fiscal, Expediente N.º 22 382 - Impuesto a inmuebles de lujo para uso habitacional, ocasional o de recreo, Expediente N.º 22 384 - Ley de aporte solidario y temporal sobre la utilidad de las empresas públicas al pueblo costarricense para el ajuste fiscal y el Expediente N.º 22 393 - Ley de impuesto sobre la renta global dual.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y BALANCE DE RIESGOS



Capítulo 3. Proyecciones y balance de riesgos

Este capítulo presenta la actualización de las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2021-2022 y los riesgos que condicionan su cumplimiento.

Para el entorno internacional, se prevé un fuerte crecimiento de la actividad económica, pero también una mayor inflación internacional y altos precios de las materias primas. En ese contexto, la economía costarricense continuaría recuperándose más fuertemente de lo inicialmente esperado. Así, en este ejercicio se revisa al alza la estimación del crecimiento del PIB hasta ubicarla en 5,4% para el 2021 y 4,5% para el 2022, superior en 1,5 y 0,8 p.p. respectivamente a las previsiones de la Revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022 de julio pasado.

Por otra parte, en lo que resta del 2021 y en el 2022 la inflación en Costa Rica se mantendría por debajo de la meta definida por la Junta Directiva del BCCR (3%), con tasas de inflación promedio para esos años de 1,6% y 2,2%. En esas proyecciones, los modelos de pronóstico ya reflejan presiones al alza en el corto plazo debidas a disrupciones en las cadenas de oferta internacionales y al incremento del tipo de cambio en lo transcurrido del presente año.

Los principales riesgos externos para estas proyecciones tienen que ver con la evolución mundial de la pandemia y de los precios de las materias primas, y con la política monetaria en las principales economías avanzadas. En el ámbito local, el principal riesgo, además de la pandemia, es la incertidumbre que podría derivarse de un significativo atraso, o un rechazo, en la discusión legislativa de las medidas fiscales adicionales que forman parte del convenio con el FMI.

3.1 Proyecciones para la economía mundial

Las perspectivas de crecimiento mundial para el bienio 2021-2022 señalan una fuerte recuperación, luego de la significativa caída en el 2020.

En su informe “Perspectivas de la economía mundial” de octubre del 2021, el FMI prevé un crecimiento para la economía mundial de 5,9% para el 2021 y de 4,9% para el próximo año. La proyección para el 2021 bajó marginalmente (0,1 p.p.) con respecto al informe de julio, mientras que la del 2022 se mantuvo (Gráfico 39 y Cuadro 5). Estas proyecciones están condicionadas al proceso de vacunación, la continuidad de los estímulos fiscal y monetario y las condiciones financieras.

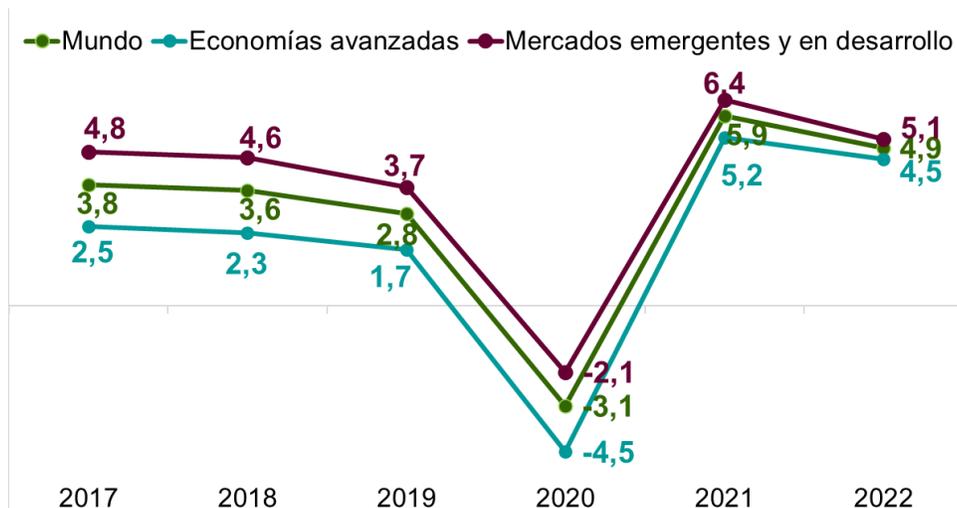
A lo interno de la proyección mundial, para el 2021 hay revisiones al alza, con respecto a julio anterior, en las perspectivas económicas para algunos países exportadores de materias primas y revisión a la baja para las economías de ingresos bajos y las avanzadas.

En particular, en el grupo de las economías avanzadas, se efectuaron revisiones a la baja para Estados Unidos (-1,0 p.p.), Alemania (-0,5 p.p.) y Japón (-0,4 p.p.), entre otros. La menor proyección del crecimiento económico de Estados Unidos refleja los efectos de la reducción en los inventarios en el segundo trimestre del 2021 y la desaceleración del consumo privado en el tercer trimestre de ese mismo año.

Por su parte, las proyecciones para las economías emergentes y en desarrollo fueron revisadas ligeramente al alza desde 6,3% previsto en julio pasado a 6,4% en octubre, con heterogeneidad entre regiones y países. El crecimiento económico de América Latina y el Caribe fue ajustado al alza en 0,5 p.p., si bien las dos grandes economías de esa región, Brasil y México tuvieron una corrección a la baja de 0,1 p.p. Asimismo, la variación de la actividad económica de China fue revisada a la baja en igual magnitud, debido a la reducción más fuerte de la esperada en la inversión pública⁵⁴.

Gráfico 39. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2021-2022

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, octubre del 2021.

⁵⁴ Al igual que el FMI, en el informe publicado el 21 de setiembre pasado, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos ajustó ligeramente a la baja su proyección de crecimiento mundial para el 2021 y mantuvo sin cambios la del 2022. Según las nuevas previsiones, la economía mundial crecería 5,7% este año y 4,5% el próximo (5,8% y 4,5%, respectivamente, en las previsiones de mayo pasado). Los factores que explican el alto crecimiento esperado son los extraordinarios apoyos fiscal y monetario, el avance en el proceso de vacunación y la reapertura gradual de la actividad económica. Resalta la revisión a la baja del crecimiento económico de Estados Unidos para el 2021, de 6,9% en mayo pasado a 6,0% en el informe de setiembre; para el 2022 el ajuste fue al alza, de 3,6% a 3,9%. También destaca que las proyecciones para la zona del euro mejoraron hasta 5,3% y 4,6% para el bienio 2021-22 (4,3% y 4,4%, respectivamente, en mayo anterior).

Cuadro 5. Proyecciones de crecimiento mundial para el 2021-2022

Variación interanual en porcentajes

	IPM octubre 2021		RPM julio 2021	
	2021	2022	2021	2022
Mundo	5.9	4.9	6.0	4.9
Economías avanzadas	5.2	4.5	5.6	4.4
Estados Unidos	6.0	5.2	7.0	4.9
Zona del euro	5.0	4.3	4.6	4.3
Alemania	3.1	4.6	3.6	4.1
Japón	2.4	3.2	2.8	3.0
Economías emergentes y en desarrollo	6.4	5.1	6.3	5.2
China	8.0	5.6	8.1	5.7
América Latina y el Caribe	6.3	3.0	5.8	3.2
Brasil	5.2	1.5	5.3	1.9
México	6.2	4.0	6.3	4.2

RPM= revisión del Programa Macroeconómico.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, julio y octubre del 2021.

Las perspectivas para la inflación mundial aumentaron.

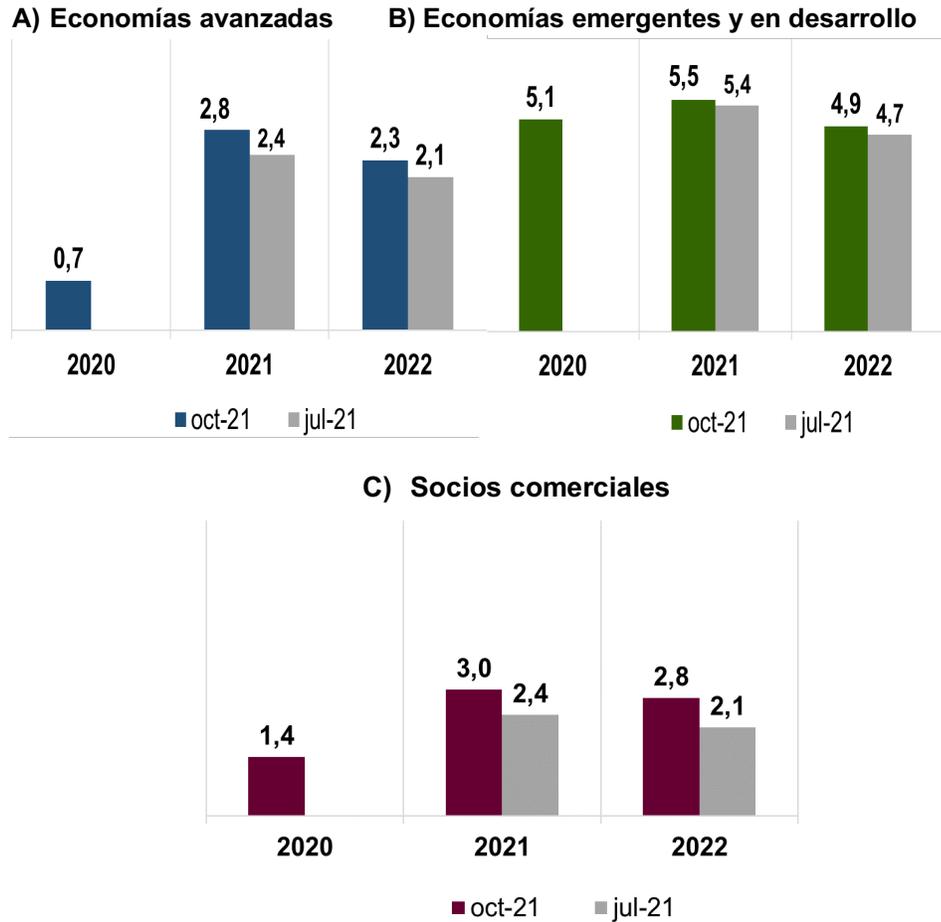
Las tasas de inflación subyacente han aumentado rápidamente en meses recientes en Estados Unidos y en algunas economías emergentes, debido a limitaciones en la oferta (cuellos de botella), el aumento en los precios de las materias primas e incrementos en los salarios (en algunas actividades). Estas variables introducen una elevada incertidumbre en las proyecciones de inflación, cuyo curso dependerá en parte del comportamiento de las expectativas.

El FMI revisó al alza el pronóstico de inflación para las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo con respecto a lo estimado en julio pasado (Gráfico 40). De igual forma, tanto el Banco Central Europeo como el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentaron sus perspectivas para la inflación en sus respectivos países. El primero actualizó el pasado 9 de setiembre su estimación anterior para la inflación de precios al consumidor a 2,2%, 1,7% y 1,5% para el trienio 2021-2023 (1,9%, 1,5%, y 1,4% en junio, en ese orden), en tanto que el segundo ajustó en su reunión del 21-22 de setiembre la previsión para la inflación, medida por el Índice de precios del gasto de consumo personal, para el 2021 a [4,0%, 4,3%], comparado con [3,1%, 3,5%] en junio⁵⁵.

⁵⁵ Proyecciones de la tendencia central, la cual excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas en cada año.

Gráfico 40. Proyecciones de inflación para el 2021-2022

Inflación promedio en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, julio y octubre del 2021.

Con respecto al ajuste en la inflación mundial, la OCDE señala que las heterogéneas tasas de vacunación alrededor del mundo y nuevas olas de contagio del COVID-19 han obligado a algunos países a restringir sus actividades, lo cual limita las cadenas de suministro y presionado al alza los precios de los servicios de transporte. En conjunto con el aumento en los precios de las materias primas, ello ha presionado al alza la inflación mundial.

No obstante, según esa organización, las perspectivas de inflación presentan diferencias significativas entre países, ya que han aumentado considerablemente en Estados Unidos y en algunas economías emergentes, pero siguen relativamente bajas en muchas otras economías avanzadas, en particular en la zona del euro.

En general, los organismos financieros internacionales y los bancos centrales de las economías avanzadas esperan que estas presiones inflacionarias sean transitorias y se moderen en el 2022, aunque más lentamente en

algunas economías emergentes. Sin embargo, existe una discusión en torno a la transitoriedad del aumento observado recientemente en la inflación mundial (ver Recuadro A al final de este informe).

El contexto internacional presenta tanto aspectos positivos como negativos para la economía nacional.

Las mejores perspectivas de crecimiento mundial se reflejan en el crecimiento esperado para los socios comerciales del país. Sin embargo, otros aspectos de la coyuntura internacional, como el aumento en el precio de las materias primas y en la inflación mundial, pueden incidir negativamente en la economía costarricense. Esto debido tanto a su impacto sobre los términos de intercambio como a la presión que podrían ejercer para que los bancos centrales de las economías avanzadas retiren antes de lo previsto los incentivos monetarios e incrementen las tasas de interés.

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

- a) Un crecimiento para Estados Unidos de 6,0% para el 2021 de acuerdo con el FMI, una revisión a la baja de 1 p.p. con respecto a lo previsto en julio anterior. Para el 2022, el FMI prevé un crecimiento de 5,2%.
- b) Aumento de 57,1% en los precios de los combustibles en el 2021 comparado con el 2020, según los precios de futuros del petróleo WTI⁵⁶, lo que implica un ajuste al alza con respecto a lo estimado en julio pasado (56,2%). Para el próximo año, se proyecta un crecimiento en el precio de esta materia prima de 14,0% (frente a 3,1% en julio pasado).
- c) Un deterioro en los términos de intercambio del país de 5,8% en el 2021 (4,7% previsto en julio pasado), explicado principalmente por el incremento en el precio de las materias primas importadas.
- d) La estimación del crecimiento medio ponderado de los principales socios comerciales de Costa Rica⁵⁷ para el bienio 2021-2022 se ubicaría en 5,3% (5,1% previsto en julio), luego de la caída de 4,9% en el 2020⁵⁸.
- e) La inflación de los principales socios comerciales⁵⁹ sería de 3,0% en el 2021 y 2,8% en el 2022 (2,4% y 2,1%, respectivamente, previstos en julio).

⁵⁶ 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.

⁵⁷ Estimación del BCCR. Considera una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones de bienes a julio de 2021.

⁵⁸ El mayor crecimiento esperado en los socios comerciales se debe en buena medida a la revisión al alza en la proyección de crecimiento económico de varios países centroamericanos.

⁵⁹ Ponderada por el peso relativo de las importaciones (ponderaciones móviles).

- f) Las tasas de interés internacionales se mantendrían bajas. Así, la Libor a 6 meses se proyecta en 0,2% y 0,7% en el 2021 y 2022 (0,2% y 0,5% estimadas en julio).

Cuadro 6. Principales supuestos del entorno externo para el 2021-2022
Variación interanual en porcentajes

	IPM octubre 2021		RPM julio 2021	
	2021	2022	2021	2022
Estados Unidos	6,0	5,2	7,0	4,9
Crecimiento socios comerciales, promedio	6,0	4,6	5,9	4,3
Inflación socios comerciales, promedio	3,0	2,8	2,4	2,1
Precio del petróleo (USD)	76,7	87,4	76,2	78,5
Variación %	57,1	14,0	56,2	3,1
Términos de intercambio	-5,8	-1,5	-4,7	0,1
Libor 6 meses (a diciembre)	0,2	0,7	0,2	0,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, julio y octubre del 2021.

Pese a las mejores perspectivas, los riesgos para el crecimiento económico mundial continúan sesgados a la baja.

En general, estas proyecciones se enmarcan en un contexto de alta incertidumbre vinculada, entre otros, a: i) la evolución de la pandemia del COVID-19 (influida por la variante Delta), ii) la brecha entre países en el proceso de vacunación, iii) los problemas en las cadenas de suministro, que han incrementado los costos de producción y la inflación y, iv) la volatilidad de los mercados financieros, asociada a los elevados niveles de endeudamiento de algunos países.

El FMI y la OCDE han reiterado la elevada incertidumbre en torno al comportamiento de la pandemia del COVID-19, el riesgo del surgimiento de nuevas y más mortales variantes del virus y las diferencias en las tasas de vacunación alrededor del mundo. Las nuevas medidas de restricción sanitaria focalizadas en algunas regiones y la consecuente intermitencia en las actividades económicas afectan negativamente la confianza de los consumidores y empresarios.

Otro riesgo es el incremento en la inflación, que se originaría en el efecto base, el aumento en los precios del petróleo, de otras materias primas y de los costos de envío de los contenedores (para más detalles, ver Recuadro A). Por ahora, se prevé que ese aumento sea transitorio. Por tal razón, se espera que los bancos centrales no reaccionen ante dichos aumentos. Sin embargo, el FMI apunta al riesgo de que el desequilibrio entre oferta y demanda sea más persistente, lo que podría conducir a una normalización de la política monetaria en economías avanzadas antes de lo previsto.

Asimismo, otros riesgos a la baja serían que el paquete de estímulo fiscal adicional en Estados Unidos fuera menor al esperado y choques climáticos más adversos, entre otros.

El entorno actual conlleva varios retos a mediano y largo plazo para los bancos centrales.

Si bien las medidas adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales han permitido que los países desarrollados y algunas economías emergentes se recuperen de forma relativamente exitosa de la crisis económica asociada al impacto del COVID-19, el entorno actual conlleva varios retos para la estabilidad macroeconómica y para la efectividad de la política monetaria en el corto, mediano y largo plazo. En los recuadros A, B y C incluidos al final de este informe se tratan tres de estos retos: el aumento de la inflación internacional, el cambio climático y el dinero digital.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

La economía nacional muestra una recuperación más fuerte de lo previsto previamente.

En vista de que el desempeño de la economía nacional hasta ahora ha sido mucho mejor al esperado, se prevé que la tasa de crecimiento del PIB sea del 5,4% en el 2021 y del 4,5% en 2022, superior en 1,5 y 0,8 p.p. respectivamente a las previsiones de la Revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022 de julio pasado⁶⁰ (Cuadro 7).

Por componentes del gasto, la mayor recuperación de la producción nacional se asocia con las mejoras en el consumo de los hogares, de la inversión privada en construcción residencial y no residencial y en maquinaria y equipo, así como en las exportaciones de bienes.

El consumo privado ha sido y continuaría siendo impulsado por la recuperación en la confianza de los consumidores debido al avance en el proceso de vacunación y a las perspectivas de recuperación económica, la mejora gradual de las condiciones de empleo, el uso del poder adquisitivo acumulado desde el brote de la COVID-19 y el incremento en el ingreso personal disponible, especialmente en el 2022⁶¹. Se espera también que el consumo de servicios presenciales, que se contrajo significativamente el año pasado, apoyará el impulso en el consumo privado.

⁶⁰ Esta es la tercera revisión al alza para el PIB del 2021 y la segunda para el 2022 con respecto a lo estimado en enero pasado (2,6% y 3,6% respectivamente)

⁶¹ Se estima un crecimiento del ingreso personal disponible de 1,8% y 3,1% para el 2021 y 2022 respectivamente. Por su parte, el ingreso nacional disponible bruto se ubicaría en 3,1% y 3,5% para el 2021 y 2022 en ese orden, influido por la evolución del PIB y el deterioro en los términos de intercambio (pérdida de 5,8 % y de 1,5% en el mismo orden). Esto último debido, principalmente, al incremento en el precio de los derivados del petróleo (57,1%).

En lo que respecta a la formación bruta de capital fijo, el incremento en el 2021 se explica principalmente por la mayor inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios⁶², así como en nuevas construcciones con destino privado. Lo anterior es atenuado por la caída observada hasta ahora y proyectada en la inversión pública, en relación con lo originalmente previsto⁶³. Para el 2022, contrario al año previo, la inversión pública suma al crecimiento de la formación bruta de capital fijo, con nuevas construcciones para generación eléctrica, el Edificio Metropolitano I del Banco Popular y de Desarrollo Comunal y ejecución de obras viales⁶⁴, luego de cuatro años consecutivos de caída.

Cuadro 7. PIB en volumen por componentes del gasto

Variación interanual en porcentajes

	IPM octubre 2021		RPM 2021-2022	
	2021	2022	2021	2022
Producto Interno Bruto	5,4	4,5	3,9	3,7
Demanda interna	4,4	2,6	3,4	1,8
Consumo de hogares	3,4	3,5	2,4	2,6
Consumo de gobierno	0,7	1,0	0,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,4	4,4	2,9	3,4
<i>Inversión privada</i>	11,7	4,2	6,7	3,4
<i>Inversión pública</i>	-21,3	5,7	-12,9	3,6
Variación de existencias (% de PIB)	0,3	0,5	0,4	0,1
Exportaciones	14,6	12,3	12,4	5,7
Bienes	19,8	7,2	18,7	5,0
Servicios	5,9	22,4	1,7	23,7
Importaciones	11,8	6,9	11,2	5,8
Bienes	11,9	6,2	11,0	5,3
Servicios	11,6	9,8	12,0	7,8

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El gasto de consumo del gobierno (Gobierno General) estaría impulsado en el 2021 por la mayor compra de bienes y servicios de salud (principalmente de vacunas contra la COVID-19 y de contratación del personal sanitario), pero atenuado por la contención del gasto en el Gobierno Central, especialmente en la contratación de nuevo personal y en la compra de bienes y servicios en todas las demás actividades de gobierno, en apego al cumplimiento de la regla fiscal. Para el 2022, la aceleración se debe, fundamentalmente, al crecimiento del gasto en los servicios de enseñanza (4,5%), dado que el

⁶² Maquinaria y equipo para nuevas operaciones de ensamble, instrumentos médicos y máquinas para el procesamiento de datos.

⁶³ Esto, a su vez, obedece a la menor construcción en proyectos de generación eléctrica y obras viales (ejecutadas por el Consejo Nacional de Vialidad y las municipalidades), así como la menor adquisición de maquinaria y equipo eléctrico (medidores, transformadores y otros), compensada en parte por la inversión en equipo de transporte ferroviario.

⁶⁴ Programa de Infraestructura de Transportes (PIT), segunda etapa del Programa Red Vial Cantonal, Ruta 32 y ampliación de la Ruta 1 San José-San Ramón.

curso lectivo del 2021 finalizaría en enero del 2022. Además, incide un efecto rebote en educación pública estimado para mayo y junio de ese año, resultado que sería compensado en parte por una desaceleración en el gasto de salud, particularmente lo asociado con la atención de la pandemia (menor compra de vacunas) y por la continuidad en el cumplimiento de la regla fiscal.

Las exportaciones de bienes para el 2021 reflejan el dinamismo en la venta de productos de los regímenes especiales, unido a la recuperación en los productos manufacturados del régimen definitivo⁶⁵. Coherente con la evolución prevista de la actividad económica de nuestros principales socios comerciales, las ventas externas de ambos regímenes se moderarían en el 2022. Por su parte, en el 2021 los servicios reflejan la mayor oferta exportable de servicios empresariales e informáticos y la revisión al alza del ingreso de turistas. Esto último tendería a acentuarse en el 2022. Ello, aunado a la evolución favorable de los servicios empresariales vinculados al régimen de zona franca, explica la fuerte aceleración de los servicios en ese año.

En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, su crecimiento de dos dígitos en el 2021 es coherente con el repunte de la actividad económica. Destacan el mayor volumen importado de derivados del petróleo (a pesar de los mayores precios) y de insumos para las industrias metalúrgicas, química, farmacéutica y alimenticia, así como de bienes de capital, particularmente maquinaria relacionada con el proceso de ensamble en la industria tecnológica. En el caso de los servicios influiría la recuperación en la demanda por parte de los costarricenses de viajes al exterior y de los servicios de transporte de mercancías y de información y comunicaciones.

La construcción privada y las actividades de servicios relacionados con el turismo receptor impulsan en mayor medida la revisión al alza en las proyecciones de crecimiento.

Por actividad económica (Cuadro 8), el mayor crecimiento del PIB para el bienio 2021-2022 con respecto a la revisión de julio pasado lo sustenta principalmente la revisión al alza de la construcción con destino privado y en los servicios de transporte, hoteles y restaurantes y servicios empresariales. Estos servicios comienzan a evolucionar positivamente ante el incremento en el turismo receptor y la reapertura de la actividad económica local.

El crecimiento de la construcción con destino privado en el 2021 se asocia a la mayor construcción de naves industriales, locales comerciales, edificios y parqueos y, en menor medida, a la mayor obra en viviendas de clase media⁶⁶. La construcción pública mantiene la contracción prevista en julio pasado, en lo que influye la revisión a la baja en el plan de inversión en proyectos de

⁶⁵ Este resultado se asocia con la recuperación en las ventas dirigidas al mercado de Centroamérica y Panamá, que representa el 53% del total de las ventas externas de este grupo de empresas.

⁶⁶ Se registra un repunte de los trámites de intenciones de construcción ante el Colegio Federado de Ingenieros y Arquitectos, en lo cual pudo haber influido la exoneración del 100% del impuesto al valor agregado vigente hasta el 31 de agosto del año en curso en las actividades relacionadas con esta industria. Por otra parte, los resultados de la Encuesta Trimestral de Avance de Proyectos de Construcción Privada (ETAPCP) del tercer trimestre del 2021 señala un importante crecimiento (32,5%).

generación eléctrica y de carreteras financiadas con recursos externos y la menor programación de ejecución de estos para el presente año. También incorpora la cancelación de algunos contratos de construcción vial por presuntos casos de corrupción. Estos factores serían ligeramente atenuados por el avance previsto en las obras viales de la ampliación de la Ruta San José - San Ramón y la Ruta 32.

Para el 2022 se prevé que la construcción pública retorne a una tasa positiva debido a la ejecución de obras relacionadas con el reforzamiento de la red eléctrica y el proyecto geotérmico Borinquen 1, el Edificio Metropolitano I licitado por el Banco Popular y de Desarrollo Comunal, obras viales que reprogramaron su mayor ejecución para el 2022 (entre ellas Rutas 1 y 32) y del ámbito hospitalario (Hospital Monseñor Víctor Manuel Sanabria de Puntarenas y William Allen de Turrialba, así como de áreas de salud).

Cuadro 8. PIB en volumen por actividad económica

Variación interanual en porcentajes

	IPM octubre 2021		RPM 2021-2022	
	2021	2022	2021	2022
PIB	5,4	4,5	3,9	3,7
Agricultura	2,9	2,4	2,3	2,3
Manufactura	11,2	6,4	10,5	6,2
Construcción	5,0	4,3	-1,3	3,8
<i>Destino privado</i>	9,8	3,5	2,0	3,5
<i>Destino público</i>	-16,3	8,9	-15,8	6,0
Comercio	6,5	4,2	5,8	2,8
Transporte y almacenamiento	16,8	6,4	5,8	4,5
Hoteles y restaurantes	12,3	20,8	6,7	15,3
Servicios empresariales	5,0	5,3	3,0	3,1
Otras actividades ^{1/}	3,1	3,3	2,5	3,0

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En transporte y almacenamiento, la recuperación prevista en ambos años responde al incremento de flujos de comercio por la reapertura de fronteras y a la mayor movilización de personas ante el relajamiento de las medidas de confinamiento, lo que sería apoyado por el aumento del flujo de turistas. Esto último también explica el crecimiento estimado en hoteles y restaurantes en el bienio en cuestión. Sin embargo, esta mejora sería insuficiente para recuperar los niveles del año prepandemia (2019).

Por su parte, la estimación para los servicios prestados a empresas incorpora el dinamismo en las actividades vinculadas al comercio exterior y de consultoría en gestión financiera, recursos humanos, mercadeo, entre otras. Asimismo, la actividad comercial refleja en ambos años los efectos positivos

de la recuperación del consumo de los hogares, así como de la actividad de construcción, que implica mayores ventas de materiales para la construcción.

En cuanto a la manufactura, en el 2021 y 2022 las proyecciones para esta industria continuarían incorporando el efecto positivo de la demanda externa, tanto de productos de los regímenes especiales como del definitivo, coherente con la recuperación económica de nuestros principales socios comerciales y, en menor medida, de la demanda interna.

Por último, tanto para el 2021 como para el 2022 la actividad agropecuaria se revisó al alza ligeramente. Este resultado responde principalmente al mejor desempeño en productos con orientación al mercado externo, como piña, banano, plantas, raíces y flores⁶⁷.

La recuperación económica (local y externa) y el deterioro de los términos de intercambio llevarían a un mayor déficit en la cuenta corriente.

Se proyecta un incremento en el déficit de cuenta corriente del 2021 con respecto al año previo, debido al aumento tanto en el déficit de la cuenta de bienes (predominio de las importaciones) como en el ingreso primario, en tanto que el superávit de servicios mantendría un nivel con respecto al PIB similar al del año anterior. Para el 2022 se espera un mayor superávit en la cuenta de servicios, dada la expectativa de crecimiento en el turismo receptor, que llevaría a una reducción en el déficit de cuenta corriente con respecto al año previo (Gráfico 41).

Particularmente, el que el déficit de la cuenta de bienes en el bienio 2021-2022 se proyecte superior al del 2020, sería el resultado de las mejoras en las perspectivas de crecimiento económico local y de nuestros principales socios comerciales, que propiciaría un aumento en el intercambio comercial, pero con un mayor impacto sobre las importaciones, dado el incremento esperado para ambos años en la factura petrolera y en general de los costos de las materias primas y otros bienes importados, así como de los volúmenes de bienes de consumo. La factura petrolera incorpora una mayor demanda de hidrocarburos por la eliminación gradual de las restricciones a la movilidad y la recuperación de la producción, y también un efecto precio por la previsión de un mayor precio promedio por barril (*USD 82,0* promedio para el bienio, en contraste con *USD 48,8* en el 2020)⁶⁸.

Con respecto a la cuenta de servicios, el resultado para el año en curso refleja una caída en la cuenta de viajes en torno a 0,7% del PIB comparado con 2020, esto debido a que los datos del 2020 están afectados por el fuerte ingreso de turistas que se registró en los primeros meses de ese año, cuando todavía no se sentían los efectos de la pandemia. Esto sería compensado por un aumento en el resto de los servicios cercano al 0,8% del PIB, en lo que

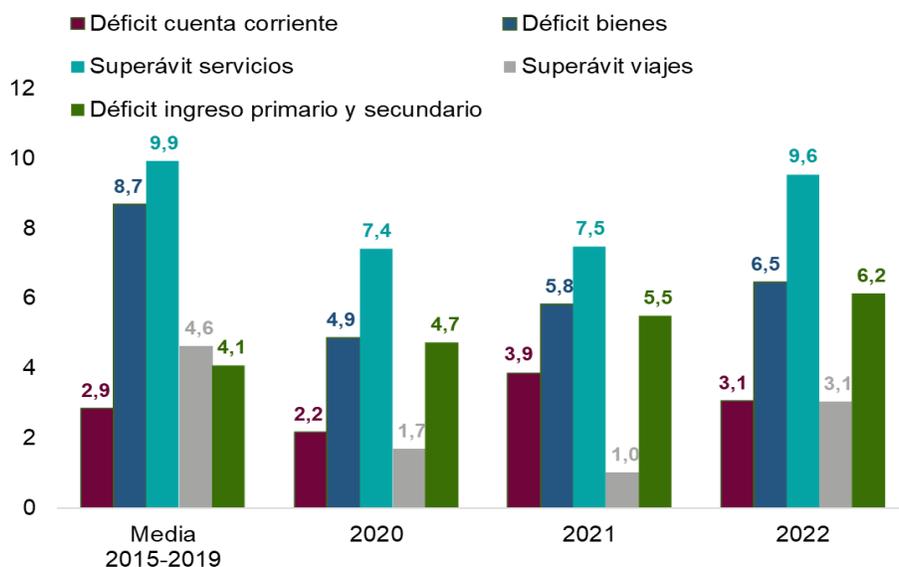
⁶⁷ Esta recuperación se basa en el crecimiento de la demanda externa por plantas, raíces y flores, en línea con la recuperación de Estados Unidos, principal destino de estos productos, que fueron impactados por la pandemia del COVID-19 en el 2020.

⁶⁸ Ello implicaría una factura petrolera de *USD 1.538* millones y *USD 1.844* millones en el 2021 y 2022 respectivamente, lo que significa un incremento con respecto al 2020 de *USD 703* millones (1,1% del PIB) y *USD 1.009* millones (1,5% del PIB) en cada año.

sobresalen los servicios de apoyo empresarial y de manufactura. El repunte en el 2022 lo explica el superávit en la cuenta de viajes (incremento de 2,1 p.p. del PIB respecto al 2021), sustentado en el aumento de turistas provenientes de Estados Unidos, principal mercado del turismo receptor en Costa Rica, pero sin alcanzar aún los niveles previos a la pandemia.

Gráfico 41. Componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos

Como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Acorde con la evolución prevista del entorno interno y externo para el bienio 2021-2022, se espera un mayor déficit en la cuenta de ingreso primario con respecto al 2020, debido a la mayor renta por concepto de inversión directa y de intereses de la deuda pública externa, coherente con el mayor financiamiento externo estimado para el país en este período

Se proyecta una recuperación en el financiamiento externo neto para los sectores privado y público en el bienio.

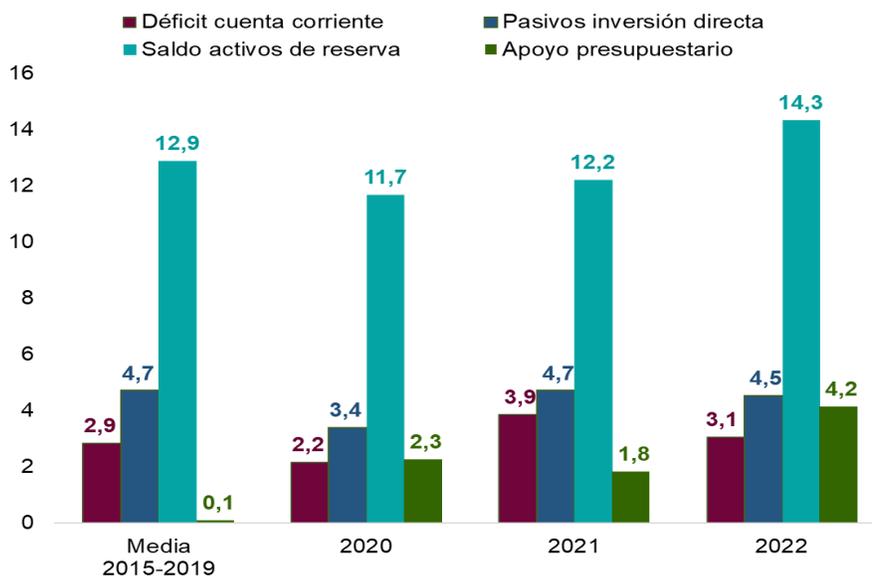
La mayor afluencia de recursos hacia el sector privado obedecería, fundamentalmente, a la recuperación en los flujos de inversión directa (ID) los cuales serían parcialmente compensados, en mayor medida, por el incremento de los activos netos en el exterior (1,5% del PIB) por parte, principalmente, de los bancos privados y las operadoras de pensiones complementarias.

Respecto a la inversión directa se prevé que estos flujos crezcan de forma interanual en el 2021 en torno al 40,0%; ello ubicaría su nivel en USD 2.943 millones (USD 2.820 millones en promedio para el periodo 2016-2019), equivalente al 4,7% del PIB. En este año se ha dado y se espera continúe un mayor dinamismo de la inversión, en particular, de empresas vinculadas a implementos médicos, productos farmacéuticos y de alta tecnología. Para el 2022, las estimaciones indican que la inversión directa mantendría un nivel

similar al año previo, con una participación respecto al PIB de 4,5% (Gráfico 42).

Gráfico 42. Déficit en cuenta corriente, pasivos de inversión directa, saldo activos de reserva y créditos de apoyo presupuestario

Como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En relación con el financiamiento neto hacia el sector público, en el 2021 y 2022 este sería equivalente a 2,4% y 4,6% del PIB respectivamente, lo que contrasta con la salida neta registrada en el 2020 (0,8% del PIB). Para el 2021, se espera una entrada neta de USD 1.490 millones, explicados fundamentalmente por el influjo de recursos asociados a desembolsos al Gobierno Central por USD 1.613 millones, de los cuales USD 1.143 millones (1,8% del PIB) corresponderían a créditos de apoyo presupuestario, y por la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por USD 502 millones. Estos influjos serían parcialmente compensados, en mayor medida, por la salida de recursos de los bancos públicos y del resto del sector público no financiero, que en conjunto alcanzaría un monto cercano a USD 413 millones, y por la amortización de deuda externa del Gobierno Central por USD 201 millones.

Para el 2022, el ingreso neto de recursos hacia el sector público estaría sustentado, en mayor medida, por los desembolsos al Gobierno Central por USD 3.446 millones⁶⁹ y la colocación de títulos de deuda externa por USD 1.000 millones. La disponibilidad de recursos externos sería parcialmente compensada por el aumento en los activos netos con no residentes de los bancos públicos por USD 1.132 millones, así como por la atención de

⁶⁹ Los desembolsos al Gobierno Central por créditos de apoyo presupuestario se estiman en USD 2.722 millones (4,2% del PIB) para el 2022.

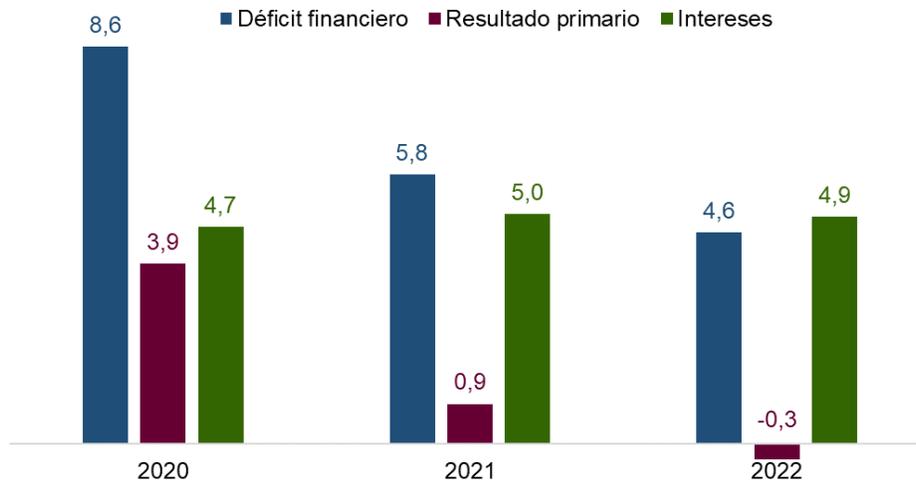
obligaciones contractuales por parte del Gobierno Central por USD 194 millones.

Los mayores flujos netos de ahorro externo previstos hacia el sector privado y público con respecto al 2020 serían más que suficientes para financiar la brecha en la cuenta corriente en el 2021 y el 2022, y propiciarían una acumulación de activos de reserva, de modo que su acervo promedio para esos dos años se ubicaría en torno al 13,3% del PIB.

Las perspectivas para las finanzas públicas mejoran en el bienio 2021-2022.

Los esfuerzos de reducción del gasto, influidos por la regla fiscal (Ley 9635), y el incremento en la recaudación tributaria, contribuirían a mejorar los resultados financiero y primario para el 2021 y 2022 (Gráfico 43)⁷⁰. En lo que respecta al déficit financiero, en ambos años se prevé una mejora de 0,4 p.p. del PIB en relación con lo proyectado en julio pasado.

Gráfico 43. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses
Porcentajes del PIB



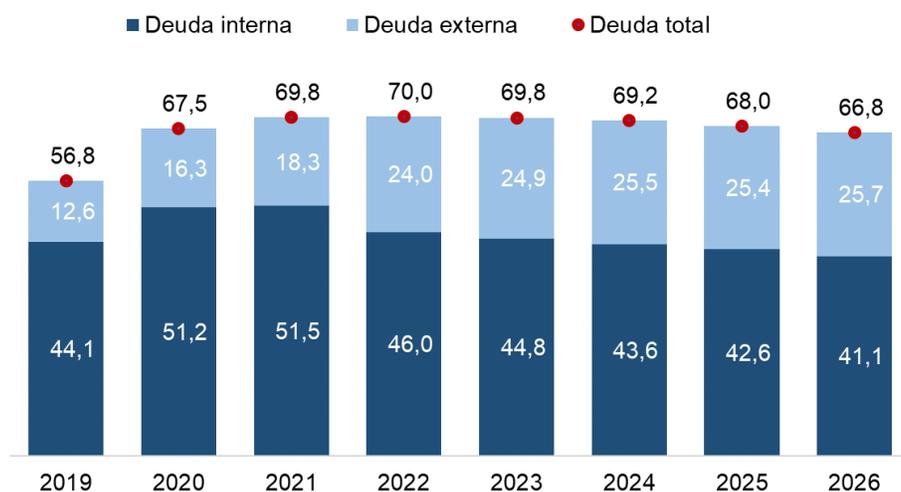
Fuente: Ministerio de Hacienda.

⁷⁰ El 2020 se ajustó para hacerlo comparable con el 2021. Este último incorpora lo establecido en la ley 9524 (Fortalecimiento del Control Presupuestario de los Órganos Desconcentrados del Gobierno Central) y leyes 9371 y 9925 (traslado de recursos de superávit libres de algunas entidades públicas en cumplimiento a lo establecido en las leyes 9371 y 9925). Adicionalmente, por efecto de la Ley de Alivio Fiscal (9830, “moratoria tributaria” por la pandemia), parte de los impuestos sobre las utilidades, el pago del impuesto al valor agregado y de los impuestos para nacionalizar mercadería que se debieron pagar en el segundo semestre del 2020, se cancelaron en el primer semestre del 2021.

A pesar de la significativa mejora prevista en los resultados fiscales, la razón de deuda del Gobierno Central al PIB continuaría su tendencia creciente, para alcanzar 69,8% y 70,0% respectivamente (67,5% en 2020). No obstante, el crecimiento tiende a desacelerarse a un 0,2 p.p. entre 2021 y 2022 desde el 2,3 p.p. entre 2020 y 2021 (Gráfico 44).

Gráfico 44. Gobierno Central: proyección de la razón de deuda

Porcentajes del PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Estas proyecciones fiscales se basan en varios supuestos. Entre ellos, la aplicación estricta de la regla fiscal, la aprobación legislativa del ajuste fiscal adicional incorporado en el acuerdo con el FMI y la aprobación de los programas de créditos externos de apoyo presupuestario, que permitirían asegurar un menor gasto por intereses y menor presión sobre las tasas de interés en el mercado interno por parte del Gobierno. Adicionalmente, se supone la eventual colocación de bonos deuda externa a partir del 2022-2026 (por USD 1.000 millones cada año).

Mejoran las perspectivas de crecimiento del crédito al sector privado

En línea con la recuperación de la actividad económica, la mejora en las expectativas de consumidores y empresarios y la mayor disponibilidad de fondos prestables en favorables condiciones por parte de los intermediarios financieros, se estima que el crédito al sector privado crecería 2,6% en el 2021 y 4,7% en el 2022, luego del estancamiento observado en el bienio 2019-2020. Esta reactivación del crédito estaría explicada por mayores colocaciones en moneda nacional: 5,3% y 7,4% en el 2021 y 2022, respectivamente.

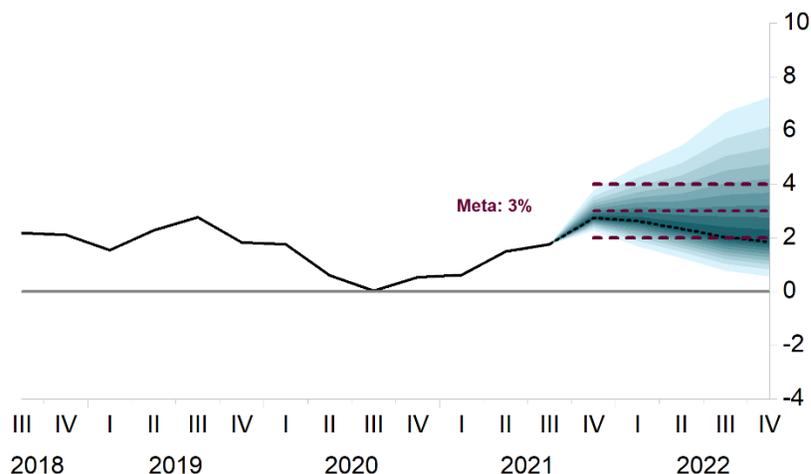
La inflación se mantendría por debajo de la meta, aunque con riesgos sesgados al alza

Los modelos de pronóstico señalan que durante el cuarto trimestre del 2021 y en el 2022 la inflación se mantendría por debajo de la meta definida por la Junta Directiva del BCCR (3%). Las tasas de inflación promedio serían de 1,6% para el 2021 y 2,2% para el 2022 (Gráfico 45)⁷¹.

La inflación proyectada refleja presiones al alza en el corto plazo debidas al aumento en los precios de los bienes importados (mayores precios internacionales y mayores costos de fletes marítimos) y al incremento del tipo de cambio en lo que transcurre del 2021.

Gráfico 45. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes¹



¹El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación según el Índice de Precios al Consumidor a lo largo del horizonte de proyección. Se trata de proyecciones no condicionales; es decir, que no toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria. 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.

La brecha de producto negativa desde el 2019 y el alto desempleo presentes en el 2021 tenderán a atenuarse en los próximos trimestres, pero seguirían ejerciendo una presión desinflacionaria, en tanto las expectativas de inflación se mantendrían por debajo de la meta. No obstante, los riesgos sobre la trayectoria proyectada de la inflación tienen un sesgo al alza en el horizonte de proyección.

⁷¹ Estas proyecciones son generadas a partir del modelo macroeconómico del Banco Central, con información disponible a octubre del 2021 de proyecciones de precios de materias primas, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras.

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

Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas

	2020	IPM octubre 2021		RPM 2021-2022	
		2021	2022	2021	2022
PIB (miles de millones de ₡)	36 174	38 758	41 347	38 184	40 331
Tasas de crecimiento (%)					
PIB real	-4,1	5,4	4,5	3,9	3,7
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	-3,5	3,1	3,5	2,1	3,1
Tasa de desempleo ^{1/}	20,0				
Inflación (%)					
Meta (variación interanual IPC)	3,0% (±1 p.p.)	3,0% (±1 p.p.)		3,0% (±1 p.p.)	
Variación interanual IPC ^{2/}	0,9	2,7	1,8	1,9	1,4
Balanza de Pagos (% PIB)					
Cuenta corriente	-2,2	-3,9	-3,1	-3,8	-2,5
Cuenta comercial	-4,9	-5,8	-6,5	-5,5	-5,8
Cuenta financiera	0,7	-4,4	-5,8	-6,0	-2,9
Saldo activos de reserva	11,7	12,2	14,3	13,8	13,5
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Resultado Financiero	-8,1	-5,0	-3,7	-5,4	-4,2
Gobierno Central ^{3/}	-8,6	-5,8	-4,6	-6,2	-5,0
Resto SPNF	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
BCCR	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Deuda Gobierno Central (% PIB)	67,5	69,8	70,0	70,9	72,3
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{4/}					
Liquidez total (M3)	10,7	8,5	6,7	7,8	6,3
Riqueza financiera total	9,3	5,7	4,0	5,6	4,9
Crédito al sector privado	-0,1	2,6	4,7	2,0	3,8
Moneda nacional	2,1	5,3	7,4	5,0	5,9
Moneda extranjera	-3,7	-2,0	0,0	-3,1	0,0

^{1/} Al IV trimestre del 2020, según Encuesta Continua de Empleo del INEC.

^{2/} Para el 2021-2022 corresponde a la variación interanual del cuarto trimestre de cada año.

^{3/} Estimaciones del Ministerio de Hacienda.

^{4/} Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

3. Balance de riesgos

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para lo que resta del 2021 y el 2022 incorpora la mejor información disponible a octubre del 2021. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo de origen externo e interno que, de materializarse, podrían desviar las proyecciones publicadas en el presente informe.

Los principales riesgos externos tienen que ver con la evolución mundial de la pandemia y de los precios de las materias primas, y con las posibles respuestas de política monetaria en las principales economías avanzadas.

En el ámbito externo los riesgos continúan focalizados en la elevada incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica de los principales socios comerciales del país ante la evolución de la pandemia del COVID-19, el incremento en el precio de las materias primas y un aumento súbito de las tasas internacionales de interés por presiones inflacionarias, que encarecería

el costo de la deuda y podría generar incentivos para la salida de capitales desde mercados emergentes como el nuestro.

En relación con el primero, si bien las perspectivas de recuperación económica de los principales socios comerciales del país continúan, no se descarta que para el bienio 2021-2022 las incorporadas en este ejercicio puedan revisarse a la baja. Un ejemplo de esta situación queda de manifiesto en este informe al incorporar un crecimiento económico para Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, de 6,0% para el 2021, inferior en un 1 p.p. a lo contemplado en la revisión del Programa Macroeconómico 2021-2022 de julio pasado. Así una demanda externa inferior a la prevista podría desviar a la baja la proyección del PIB local y generar fuerzas desinflacionarias que incentivarían una inflación por debajo de lo proyectado.

En lo que respecta al incremento en el precio de las materias primas importadas, en especial de los derivados del petróleo, no obstante que desde mayo del presente año el índice muestra una desaceleración, el nivel todavía se mantiene alto (93% de crecimiento interanual en setiembre del año en curso), coherente con la recuperación de la actividad económica mundial, así como con factores de oferta (como en el petróleo y los alimentos). En particular, el precio del cóctel de hidrocarburos que importa el país pasó de un crecimiento estimado para el bienio 2021-2022 de 56% y 3% en julio pasado a 57% y 14% en el presente informe. Precios de materias primas superiores a los incorporados en este ejercicio podrían presionar la inflación por encima de la proyección central y, simultáneamente, tener un efecto contractivo sobre la actividad económica (y lo inverso si se ubican por debajo de lo estimado)

Por otra parte, analistas y banqueros centrales comienzan a incorporar en sus análisis la posibilidad de que las presiones inflacionarias sean menos transitorias de lo previsto (Recuadro A). Esto ha influido para que bancos centrales de economías avanzadas (el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, por ejemplo) hayan anunciado que analizan un retiro gradual, en los próximos meses, del estímulo monetario que comportan sus programas de compra de activos. Si bien hasta el momento esos bancos mantienen sus tasas de política en niveles históricamente bajos y no prevén aumentarlas en el futuro cercano, los mercados financieros internacionales sí han incorporado una cierta posibilidad de aumento, en los próximos meses, en la tasa de interés de referencia de las economías desarrolladas. Esto último encarecería el costo de la deuda e incentivaría la salida de capital desde mercados emergentes con efectos al alza sobre el tipo de cambio. Ese contexto podría presionar al alza la inflación y forzar un aumento en las tasas de interés locales, con impacto negativo sobre el crecimiento.

El principal riesgo interno, además de la evolución de la pandemia, es la incertidumbre que podría derivarse de un significativo atraso, o un rechazo, en la discusión legislativa de las medidas fiscales adicionales que forman parte del convenio con el FMI.

A estos riesgos externos se añaden otros de índole interno. Entre ellos destaca el deterioro en la situación macroeconómica que podría resultar en caso de que las medidas de ajuste fiscal adicional sean rechazadas por la Asamblea Legislativa o aprobadas con considerable erosión o retraso adicional. Ello podría suponer la interrupción del apoyo financiero por parte del Fondo Monetario Internacional, lo que a su vez reduciría significativamente la probabilidad de contar con el apoyo presupuestario de otros organismos financieros multilaterales. Lo anterior incrementaría la incertidumbre, con efectos adversos sobre las tasas de interés locales, la confianza de consumidores y empresarios y, en general, sobre el crecimiento económico. Además, la ausencia de un ajuste fiscal adicional al de la Ley 9635 podría generar presiones sobre el tipo de cambio, y por dicho canal, incidir sobre la inflación.

En el contexto interno, al igual que en el externo, persiste el riesgo a la baja sobre la estimación de la recuperación económica proyectada en este ejercicio de un aumento en la tasa de contagio por COVID-19. Si bien el proceso de vacunación continúa avanzando, existe el riesgo de que surjan variantes más agresivas del virus SARS-CoV-2 antes de alcanzar un nivel generalizado de inoculación.

Por otra parte, el incremento en la inflación internacional, y su posible efecto sobre los costos de producción locales, así como el aumento del tipo de cambio, podrían generar una presión alcista sobre la inflación y deteriorar las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que a su vez podría dar lugar a efectos inflacionarios de segunda ronda. Esto obligaría al Banco Central a endurecer la política monetaria para mantener a la inflación proyectada dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación.

Por último, las condiciones climáticas adversas constituyen un riesgo a la baja para las proyecciones de crecimiento económico incluidas en este informe y al alza para la inflación, en especial por el posible incremento en los precios de los bienes de origen agrícola.

4. Acciones futuras de política monetaria

El Banco Central continuará con una postura expansiva de política monetaria, en apoyo de la recuperación económica y de la creación de empleos, en el tanto los pronósticos de inflación muestren que, en los siguientes 24 meses, esta no supere de manera sostenida la meta de 3%.

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 y asegurar un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.

Además, el Banco Central procurará proveer liquidez a los mercados financieros en forma oportuna y calibrada, para asegurar el normal funcionamiento de esos mercados y la estabilidad del sistema financiero y para fortalecer la transmisión de la tasa de interés como instrumento de política. También mantendrá la coordinación con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y las superintendencias para mantener un adecuado flujo de crédito al sector privado y resguardar la estabilidad y eficiencia del sistema financiero nacional.

RECUADROS RETOS A CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO PARA LA BANCA CENTRAL



RECUADROS: RETOS A CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO PARA LA BANCA CENTRAL

Recuadro A. Aumento de la inflación internacional

La inflación internacional ha mostrado un comportamiento al alza a lo largo del presente año, tanto en economías avanzadas como en mercados emergentes, aunque con cierta heterogeneidad al interior de cada grupo. Dicha tendencia está asociada a una combinación de factores, tales como falta de correspondencia entre oferta y demanda producida por la pandemia, aumentos salariales en ciertos segmentos que han tenido dificultades para recontractar la mano de obra requerida⁷², el alza de precios de las materias primas (principalmente del componente energético)⁷³, las limitaciones en la cadena de suministro y transporte de mercancías, el impacto en precios de la reversión de algunas medidas de política para mitigar los efectos de la pandemia⁷⁴, y en algunos países, incluso a la devaluación⁷⁵ de sus monedas.

En su más reciente informe “Perspectivas de la economía mundial”, el FMI pronostica que la inflación continuará en aumento en los próximos meses para luego volver a los niveles previos a la pandemia hacia mediados del 2022⁷⁶. Sin embargo, destaca la existencia de riesgos de una aceleración más duradera. Existe discrepancia entre analistas económicos sobre este tema: la duración de las presiones alcistas actuales sobre los precios.

⁷² Los motivos que explican los problemas para contratar mano de obra son: el incentivo para no ingresar a la oferta laboral que podrían generar las medidas de subsidios gubernamentales, las conductas precautorias (salud) y las necesidades familiares (cuido de adultos o niños), entre otros.

⁷³ Entre los factores que explican el aumento en los precios de la energía se encuentran: las tareas de mantenimiento atrasadas, los tiempos de elaboración más prolongados de los nuevos proyectos, la falta de interés de los inversionistas en empresas que generan energía a partir de combustibles fósiles y factores climatológicos. Para más detalle ver: blog del FMI del 25 de octubre del 2021: [“Es posible que el aumento de los precios de la energía no se atenúe hasta el año que viene”](#).

⁷⁴ Ejemplo de ello son el vencimiento del recorte provisional del impuesto sobre el valor añadido instituido en Alemania el año pasado y el encarecimiento del alojamiento como componente de los precios al consumidor en Estados Unidos, a medida que vencen las moratorias que beneficiaban a los alquileres y las hipotecas en algunas jurisdicciones.

⁷⁵ Principalmente en países emergentes, con fluctuaciones que reflejan factores idiosincráticos y choques regionales. Estos países, a la vez, tienden a contar con mayores grados de indexación, lo que aumenta el efecto traspaso del tipo de cambio y la inercia de la inflación.

⁷⁶ El FMI espera que los precios de la energía comiencen a diluirse a mediados del 2022 y que las interrupciones en la cadena de suministros persistan hasta mediados del próximo año.

El carácter temporal del aumento global en el nivel general de precios descansa en algunas consideraciones. La primera tiene que ver con el papel que los efectos base han jugado en el alza reciente en la inflación. En virtud de la caída en las tasas de inflación en los meses iniciales de la pandemia, la contribución del efecto base en las tasas interanuales puede variar de país en país, pero su existencia es muy probable.

La segunda está relacionada con la expectativa de que tanto las restricciones de oferta asociadas a problemas de producción y suministro, como el choque de demanda derivado de la rápida reapertura de la economía, mermarán en los próximos trimestres.

La tercera está asociada con la evolución favorable de indicadores de inflación subyacente alternativos. Dado que gran parte de la inflación es atribuible a interrupciones que, al igual que la emergencia sanitaria, llegarán a su término, algunos economistas prestan más atención a medidas de inflación que intenten filtrar los aumentos de precios inusuales, y posiblemente transitorios, que pueden impulsar la inflación general. Estos indicadores alternativos de presiones inflacionarias subyacentes⁷⁷, en algunos casos, muestran repuntes de menor magnitud.

El cuarto elemento que apoya el carácter temporal del aumento en los precios es que las expectativas de inflación a mediano y largo plazo permanecen ancladas. Miembros del Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos destacan que, tanto las mediciones de las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en el mercado, como las encuestas entre analistas de mercado, muestran un aumento moderado a lo largo del año. Esto es importante ya que las expectativas de inflación a largo plazo influyen en los cambios en la inflación efectiva de mediano plazo.

Sin embargo, simulaciones de escenarios de riesgo extremo realizadas por el FMI indican que los precios podrían subir más rápido debido a las continuas alteraciones en la cadena de suministros, fluctuaciones elevadas en los precios de las materias primas y un desanclaje de las expectativas de inflación.

En primer lugar, las limitaciones de oferta, tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes, se han generalizado y extendido más de lo estimado previamente. Asimismo, la escasez de mano de obra en algunas industrias dificulta a las empresas la atención oportuna de la demanda, estimula el crecimiento de los salarios y ejerce una mayor presión al alza sobre los precios.

El riesgo radica en que una inflación que supere durante un periodo prolongado la meta fijada por la autoridad monetaria podría generar un desanclaje de las expectativas de inflación.

Por otra parte, la materialización de una combinación de riesgos podría provocar un brote persistente de la inflación, con la posibilidad también de un desanclaje de las expectativas que contribuya a desatar una espiral alcista de precios. En el

⁷⁷ Tal es el caso de la media truncada de la inflación elaborada por el Banco de la Reserva Federal de Dallas, que elimina sistemáticamente los precios que están aumentando o disminuyendo a tasas anormalmente altas, a fin de tener alguna perspectiva sobre las presiones inflacionarias subyacentes.

pasado tales episodios han estado asociados con elevadas tasas de depreciación de las monedas en mercados emergentes, seguidos habitualmente de aumentos del déficit fiscal y del déficit en cuenta corriente. Los compromisos de gasto público a largo plazo y los choques externos también podrían contribuir a desanclar las expectativas, particularmente en aquellas economías cuyos bancos centrales podrían carecer de capacidad o voluntad para controlar la inflación.

Retos inmediatos para la banca central

Si bien los bancos centrales pueden ignorar las presiones inflacionarias y evitar endurecer su política hasta que la dinámica de precios subyacente sea más clara, deberían prepararse para actuar rápidamente si la recuperación se afianza con más celeridad de lo previsto o si los riesgos de expectativas inflacionarias al alza toman fuerza.

Si la inflación va en aumento en medio de tasas de empleo aún moderadas y se prevé el desanclaje de las expectativas de inflación, podría ser necesario endurecer la política monetaria para anticiparse a presiones de precios, inclusive si eso postergara la recuperación del empleo. No obstante, optar por un endurecimiento de la política monetaria para restringir la demanda y ajustarla a una oferta interrumpida transitoriamente, también podría ser prematuro. Dados los rezagos con los que actúa la política monetaria, la demanda podría ser atenuada justo cuando la oferta comienza a aumentar, llevando a las autoridades, en el peor de los casos, a suprimir los incentivos necesarios para la recuperación de la oferta, lo que debilita la actividad económica y la generación de empleo. Frente a un escenario como este, los países más afectados serían los que tengan menos espacio fiscal y monetario.

La alternativa de aguardar a que mejore el empleo plantea el riesgo de que la inflación aumente por impulso propio, resta credibilidad al marco de política económica y profundiza la incertidumbre. Una espiral de dudas podría frenar la inversión privada y conducir precisamente a una recuperación más lenta del empleo que los bancos centrales pretenden evitar al abstenerse de endurecer su política. Por el contrario, la política monetaria puede mantener la orientación acomodaticia en los casos en que las presiones inflacionarias están contenidas, las expectativas de inflación se encuentran todavía por debajo de la meta del banco central y el mercado laboral no esté saturado. En una coyuntura sin precedentes, la transparencia y la claridad de la comunicación sobre las perspectivas de la política monetaria se hacen aún más críticas.

El caso de Costa Rica

Como se indicó en el capítulo 1 de este Informe, desde hace varios meses la inflación al productor muestra una tendencia creciente y, además, en setiembre último la inflación general aumentó moderadamente, para alcanzar una tasa interanual de 2,1%. Así, luego de 23 meses de estar por debajo del límite inferior del rango de tolerancia definido por la Junta Directiva para la inflación con respecto a su meta, (3% \pm 1 punto porcentual), la inflación superó ese límite. De manera similar, el promedio de indicadores de inflación subyacente aumentó, para ubicarse en 1,5%.

Los modelos de pronóstico del Banco Central señalan que, en los próximos 24 meses, la inflación se mantendría por debajo de la meta, dada la existencia de capacidad ociosa en la economía y expectativas de inflación ubicadas en torno a la meta. Se reconoce, sin embargo, que existen riesgos al alza asociados con mayores costos de producción que podrían afectar la formación de expectativas por parte de los agentes económicos, que den a su vez lugar a efectos inflacionarios de segunda ronda.

Por tal razón, en su más reciente decisión de política monetaria (del 25 de octubre del año en curso), la Junta Directiva del Banco Central manifestó que, aunque mantiene su postura laxa de política monetaria, los riesgos están sesgados hacia el alza, por lo que, si fuese necesario, adoptará de manera oportuna las acciones que sean requeridas para garantizar el mantenimiento de una inflación baja y estable.

Recuadro B. Cambio climático: riesgos para la estabilidad del sistema financiero

De acuerdo con la Administración Nacional de Aeronáutica y el Espacio (NASA, por sus siglas en inglés), el cambio climático “es un cambio a largo plazo en los patrones climáticos promedio que han llegado a definir los climas locales, regionales y globales de la Tierra”⁷⁸. La manifestación más clara de este cambio es un aumento en la temperatura global promedio. Las actividades humanas (antropogénicas) asociadas con el proceso de industrialización de la economía, el incremento de las emisiones de gases de efecto invernadero, así como la tala de bosques, aceleran las variaciones en los patrones naturales y contribuyen al cambio climático. Sus efectos más obvios son el incremento en la frecuencia y magnitud de tormentas tropicales, sequías y excesivas precipitaciones en regiones que no las sufren regularmente, así como variaciones atípicas en la temperatura local y global.

El cambio climático genera dos tipos de riesgos: a) los físicos, que se vinculan a la ocurrencia de eventos hidrometeorológicos extremos⁷⁹ más frecuentes y de mayor magnitud, así como también cambios en los patrones climáticos y b) los de transición, que ocurren por la transformación hacia economías e industrias menos emisoras de carbono, como la promoción de fuentes alternativas de energía que sustituyan a las actuales o el surgimiento de métodos innovadores de producción para reducir la emisión de gases.

El incremento en la frecuencia e intensidad de eventos hidrometeorológicos extremos produce disrupciones en la producción y en las cadenas productivas, las cuales, a su vez, pueden generar un incremento temporal en los precios y en los costos de actividades productivas, como consecuencia de la escasez de bienes e insumos. Además, existen otros costos relacionados con la elevada inversión que deben hacer las empresas y los Estados para la mitigación, adaptación y resiliencia al cambio climático; por ejemplo, las erogaciones del sector público para reconstrucción e inversión en capital físico y humano, bajo condiciones económicas más negativas.

A mediano y largo plazo el cambio climático podría generar un choque de carácter estructural, que afectaría a todos los sectores de la economía (familias, empresas y Gobierno), toda vez que repercutiría sobre variables macroeconómicas importantes, entre ellas las mediciones de PIB potencial, tipo de cambio real de equilibrio, tasa de interés neutral, tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), tasa de descuento intertemporal y aversión al riesgo. Este choque estructural ya está en proceso y, por su naturaleza, no es posible detenerlo.

¿Por qué el cambio climático constituye un reto para los bancos centrales?

⁷⁸ NASA (2021). [Overview: Weather, Global Warming and Climate Change](#).

⁷⁹ Por ejemplo, tormentas tropicales, huracanes, inundaciones, sequías, vientos fuertes y aumentos del nivel del mar.

Si bien los gobiernos son los principales actores en la lucha contra el cambio climático, los bancos centrales tienen importantes razones para prestar atención a este tema. Schnabel (2021)⁸⁰ plantea que la principal razón es que ello podría afectar su habilidad para lograr sus mandatos. Particularmente, señala que la evidencia sugiere que el cambio climático tiene cruciales implicaciones para la estabilidad de precios y repercute también en otras áreas de competencia para los bancos centrales, como la estabilidad financiera y la supervisión bancaria. En el caso de la estabilidad de precios, el impacto del cambio climático se daría por tres canales:

1. Su efecto sobre la transmisión de las medidas de política monetaria a las condiciones de financiamiento de los hogares y las empresas y, por tanto, al consumo y la inversión.
2. Reducción del espacio para la política monetaria convencional al disminuir la tasa de interés real que equilibra el ahorro y la inversión. Varios factores propiciarían esa reducción, entre ellos disminuciones en la productividad y aumentos en las tasas de morbilidad y mortalidad, reasignación de los recursos productivos para apoyar las medidas de adaptación y posibles aumentos de los ahorros por precaución y reducción de los incentivos para invertir, ante la incertidumbre por el clima. Sin embargo, las tasas de interés de equilibrio también podrían aumentar debido a la innovación y la inversión ecológicas.
3. Por el impacto directo sobre la inflación que pueden tener tanto el cambio climático como las políticas para mitigar sus efectos. Una mayor incidencia de riesgo físico puede causar fluctuaciones a corto plazo en el producto y la inflación que amplifiquen la volatilidad macroeconómica a largo plazo.

El hecho de que el cambio climático torne más volátil la inflación es sin duda un reto importante para el logro de los objetivos de la política monetaria, dado que ello haría más difícil anclar las expectativas inflacionarias, que es una condición que buscan lograr los bancos centrales, especialmente aquellos que mantienen un régimen de metas de inflación.

En lo que respecta a la estabilidad del sistema financiero, que suele ser un objetivo subsidiario de los bancos centrales, los riesgos físicos asociados al cambio climático tienen el potencial de generar pérdidas al sistema financiero. Por lo general, estos choques impactan negativamente la producción y la estabilidad de los negocios (agricultura, turismo y comercio, por ejemplo), y con ello deterioran la capacidad de pago de los deudores y la calidad de las carteras de crédito de los intermediarios financieros, con el consecuente aumento en el gasto por estimaciones. El sector asegurador, por su parte, podría enfrentar aumentos considerables y no proyectados en los reclamos por siniestros ante la ocurrencia de eventos climáticos extremos.

Por otra parte, aunque la transición hacia economías libres de carbono es positiva, el sistema financiero podría enfrentar riesgos si la transición se da de manera acelerada o desordenada. Esto podría provocar que empresas y negocios que actualmente son rentables y que cuentan con la dotación de recursos necesaria, en

⁸⁰ Schnabel, Isabel: Climate change and Monetary Policy, *Finance and Development*, Fondo Monetario Internacional, 2021.

unos años ya no lo sean si esos recursos quedan rezagados en la transición hacia procesos sostenibles y menos contaminantes.

En esta misma línea, los portafolios de inversión están expuestos a pérdidas de valor por la tenencia de títulos valores de emisores (locales e internacionales) cuyo perfil se degrada ante una transición acelerada o cuando sus negocios son vulnerables a la ocurrencia de eventos climáticos extremos y cambios en los patrones ambientales. Esas posibles pérdidas, además de afectar los indicadores de los intermediarios financieros, podrían llevar a una reducción del crédito para las familias y empresas. Los bancos centrales también están expuestos a pérdidas potenciales, provenientes de valores adquiridos en programas de compra de activos y de las garantías proporcionadas por las contrapartes en operaciones de política monetaria.

Estrategias de bancos centrales para enfrentar el cambio climático

En reconocimiento de los riesgos que implica el cambio climático para la consecución de los objetivos de política monetaria y estabilidad del sistema financiero, en los últimos años los bancos centrales han asumido una función más participativa e incorporado en sus estrategias, acciones para contribuir en la mitigación y resiliencia ante el cambio climático. En términos generales, las acciones de los bancos centrales en esta materia se orientan en tres direcciones: la investigación, el ajuste de su hoja de balance para considerar aspectos ambientales y la regulación del sistema financiero. A continuación, se presentan algunos ejemplos:

- **Banco Central Europeo:** creó un Centro de Cambio Climático a inicios del 2021. Una de sus acciones para abordar esta temática es la publicación de una guía sobre las expectativas de supervisión relacionadas con la gestión y divulgación de riesgos ambientales y climáticos⁸¹. Además, durante el 2020 incrementó la participación de bonos verdes en su cartera de fondos propios en 3,5%. Por otra parte, para el 2022 programó una prueba de tensión climática para los bancos de la región, con el fin de medir su capacidad para evaluar riesgos climáticos. Por último, se comprometió a desarrollar indicadores experimentales para cubrir los instrumentos financieros verdes relevantes y la huella de carbono de las entidades financieras.
- **Banco de Francia:** en abril del 2021, oficializó la creación de su Centro de Cambio Climático con el propósito de coordinar y dar seguimiento a las iniciativas relacionadas con cambio climático en la organización. Además, desde el 2018 mantiene un enfoque de inversión responsable en sus carteras de activos basado en tres pilares: un pilar climático alineado con el Acuerdo de París 2015, un pilar ambiental, social y de gobernanza, y un pilar en relación con su participación como accionista. Entre los compromisos adquiridos, el Banco de Francia manifestó que abandonará por completo cualquier inversión en compañías de carbón a partir del 2024, limitará significativamente sus inversiones en petróleo, gas e hidrocarburos no convencionales y, como accionista, se opondrá a cualquier nuevo proyecto que involucre combustibles fósiles. Por último, recientemente

⁸¹ ECB (2020). [Guide on climate-related and environmental risks](#).

publicó un estudio sobre las dependencias e impactos del sistema financiero francés en la biodiversidad.

- **Banco de Inglaterra:** entre sus acciones claves para lidiar con el cambio climático, se comprometió a reducir las emisiones de sus operaciones físicas para que sean congruentes con la meta de carbono-neutralidad a más tardar en el 2050. Además, cuenta con una publicación anual de sus divulgaciones financieras relacionadas con el clima⁸², basada en el marco propuesto por el Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TFCD, por sus siglas en inglés). Por último, desarrolló una serie de propuestas para enverdecer su Esquema de Compra de Bonos Corporativos (CBPS por sus siglas en inglés). De esta manera, la composición de los activos adquiridos considerará criterios climáticos, sin dejar de lado sus objetivos de política monetaria.

Acciones del BCCR en materia de cambio climático

El BCCR realizó en el 2017 una valoración de los efectos del cambio climático en sus objetivos estratégicos. De este análisis de riesgos concluyó que el cambio climático efectivamente puede tener impacto en el cumplimiento de algunos de sus objetivos estratégicos a mediano y largo plazo. Se identificaron riesgos con niveles residuales fuera de los rangos de tolerancia aceptados por el Banco, y con mitigantes que están fuera de su ámbito de competencia.

En vista de que el abordaje de este tema es transversal a la organización y requiere colaboración de otras instituciones en el ámbito local e internacional, el BCCR ha ejecutado tres acciones concretas:

- a) La creación del Grupo de Análisis Estratégico de Cambio Climático (GAECC), con el objetivo de asesorar a las autoridades del Banco y servir de enlace y coordinación en temas de cambio climático con otras instituciones dentro o fuera del país.
- b) La participación del BCCR en la “Red de Bancos Centrales y Autoridades Supervisoras para Enverdecer el Sistema Financiero” (NGFS por sus siglas en inglés⁸³) y el fortalecimiento de las relaciones con organismos internacionales en este campo⁸⁴.
- c) La elaboración de una hoja de ruta en temas de cambio climático, vinculada a su Plan Estratégico.

Específicamente, la hoja de ruta plantea cuatro áreas para atender los riesgos de cambio climático en los objetivos estratégicos del BCCR, los cuales se detallan en la Figura 1.

⁸² BoE (2021). [The Bank of England's climate related financial disclosure 2021](#).

⁸³ En setiembre del 2019 el BCCR fue incorporado como miembro de la red y actualmente participa en algunos de los grupos de trabajo (*workstreams*) de la Red. Esto le permite estar al tanto de los últimos avances en la literatura y la modelación relacionada con temas de supervisión prudencial, macro finanzas e integración de finanzas verdes.

⁸⁴ Entre ellos el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Figura 1. Áreas de trabajo de la hoja de ruta de cambio climático del BCCR



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro C. Dinero digital y banca central

El acelerado avance tecnológico en las últimas décadas ha permitido a las entidades financieras ofrecer productos y servicios a un precio cada vez más competitivo. Además, los desarrollos sobre criptografía, el acceso generalizado a internet y el aumento de la capacidad y velocidad de procesamiento de datos de los equipos computacionales ha permitido que los agentes económicos dispongan de medios seguros y de bajo costo para realizar transacciones, sin que necesariamente se requiera de los servicios de intermediación financiera tradicionales.

En ese contexto surgen las criptomonedas, emitidas por agentes privados en plataformas donde no hay respaldo de un banco central. Las criptomonedas han ido ganando terreno debido a que tienden a reducir los costos y tiempos involucrados en transferencias de dinero, y ofrecen algunas ventajas a sus propietarios, entre ellas el anonimato en las operaciones^{85,86}.

La proliferación y uso de monedas digitales (la más conocida es el Bitcoin, que apareció en el 2009) constituye un reto para los bancos centrales, por dos razones: el riesgo de sustitución de monedas, y la exposición que podrían tener los intermediarios financieros en caso de que las criptomonedas llegaran a tener una presencia significativa dentro del sistema financiero.

Lo anterior ha llevado a que los bancos centrales de algunos países o regiones (zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, China y Suecia, entre otros) estén formalizando la investigación sobre la posibilidad de emitir monedas digitales respaldadas por sus bancos centrales (MDBC, por sus siglas en español⁸⁷) y algunos hayan avanzado hasta su emisión. Las MDBC no deben confundirse con algunas formas de pago de alta tecnología existentes actualmente, como las transferencias a través de los bancos, la computadora o las aplicaciones para teléfonos móviles.

La investigación sobre MDBC ha permitido alinear criterios en cuanto a su concepto y alcance, objetivos, propiedades, modelos de funcionamiento y riesgos asociados, elementos que se comentan a continuación. Además, se presenta la experiencia de algunos bancos centrales en relación con esta temática⁸⁸.

⁸⁵ Dado que las criptomonedas no cumplen plenamente las funciones del dinero (medio de pago, depósito de valor y unidad de cuenta), algunos autores sugieren que sería más apropiado referirse a ellas como criptoactivos.

⁸⁶ Sin embargo, las criptomonedas enfrentan hasta el momento retos como la alta volatilidad en su valor y el elevado costo energético (ambiental) del procesamiento de las transacciones.

⁸⁷ Central Bank Digital Currency (CBDC, por sus siglas en inglés).

⁸⁸ Este recuadro recoge elementos discutidos en dos documentos elaborados en el Banco Central de Costa Rica: "[Algunas consideraciones en torno a las monedas digitales y los criptoactivos](#)" y "[Criptoactivos: análisis e implicaciones desde la perspectiva del Banco Central de Costa Rica](#)". También se utilizó el trabajo de Yermán Martínez, Gabriel, "[Monedas digitales de bancos centrales](#)" de mayo del 2020.

Concepto, alcance y objetivos

En general, una MDBC se define como una nueva forma de dinero, emitida digitalmente por el banco central y destinada a servir como moneda de curso legal, que se puede utilizar para realizar pagos y almacenar valor, pero es distinta de los saldos en cuentas tradicionales de reservas o de liquidación que mantienen las entidades financieras en el banco central.

Entre los principales objetivos de la emisión de una MDBC destacan los siguientes:

- a. Ser una forma complementaria de dinero a disposición del público. Este fin es especialmente relevante en países donde el uso de efectivo ha venido disminuyendo y los agentes privados son los que proveen mecanismos de dinero digital y medios de pago.
- b. Promover la inclusión de una mayor parte de la población a un conjunto de servicios financieros, lo que podría mejorar su calidad de vida y aportar al crecimiento económico.
- c. Reducir los costos de los procesos de emisión y manejo del dinero en efectivo.

Por otra parte, la emisión de MDBC busca alcanzar algunos objetivos secundarios, entre los cuales pueden citarse los siguientes:

- a. Preservar los ingresos del banco central por señoreaje⁸⁹, que podrían verse disminuidos por la sustitución de monedas cuando existen medios de pago suministrados eficientemente por el sector privado.
- b. Mitigar el riesgo de falsificación al eliminar el dinero físico.
- c. Propiciar la pérdida de anonimidad presente en el dinero físico, con lo cual reduce las actividades financieras ilícitas como la evasión fiscal o el lavado de activos.
- d. Incrementar las herramientas de política monetaria al facilitar la posibilidad de implementar una tasa de interés negativa⁹⁰ y políticas no convencionales como por ejemplo la de incrementar rápidamente el efectivo en manos de la población.
- e. Promover la estabilidad del sistema financiero, debido a que una MDBC es “libre de riesgos”.

Propiedades en el diseño y modelos de funcionamiento

En cuanto a las propiedades esenciales en el diseño de las MDCB (aquellas que estrictamente tienen que cumplirse para ser considerada como tal), se tienen su naturaleza digital (electrónica), la emisión por parte de un banco central, el acceso universal, de curso legal y forzoso⁹¹ y convertible. Esta última condición significa que el banco central puede intercambiar los dos tipos de dinero que maneja

⁸⁹ El señoreaje es el valor de las emisiones monetarias no inflacionarias que puede hacer el banco central, típicamente medidas por la demanda de dinero.

⁹⁰ La aplicación de una tasa de interés negativa a un activo significa que quien lo posee debe pagar por tenerlo.

⁹¹ El concepto de curso legal de una moneda implica que su aceptación es obligatoria por el valor facial completo, y además tiene poder cancelatorio. El curso forzoso implica que puede funcionar sin estar respaldada por oro del banco central.

actualmente (efectivo y dinero bancario) y la MDBC a la par con las instituciones financieras que tienen una cuenta en el banco central, de la misma forma en que en la actualidad se intercambian eso dos tipos de dinero. En resumen, estas propiedades esenciales implican que las MDBC están respaldadas por un banco central. Esto es lo que las diferencia de las criptomonedas⁹².

En general, la emisión de una MDBC se puede implementar básicamente de dos formas: la basada en cuentas y la que utiliza *tokens* sin la intervención de intermediarios. En la primera, la operativa consiste en que el banco central abre una cuenta para cada participante, entre ellos hacen circular las MDBC conectándose a una interfase definida por el banco central y éste en tiempo real actualiza los saldos de las cuentas de acuerdo con los movimientos de débito y crédito respectivo. En la segunda, los *tokens* emitidos por el banco central circulan en la economía de forma electrónica y las transferencias de recursos de un usuario a otro se realizan por medio de billeteras o dispositivos.

Como alternativa a las dos mencionadas, puede presentarse un modelo híbrido. En este caso existen intermediarios de pago que distribuyen MDBC previamente emitidas por el banco central y gestionan las transacciones en tiempo real de la moneda. Los intermediarios de pago deben mantener registro de la emisión de la MDBC en forma separada de los balances del resto de su operativa y además deben enviar diariamente al banco central el saldo de cada usuario. Lo anterior tendría la finalidad de que, si por alguna razón el intermediario no está disponible, el banco central pueda transferir los saldos de los usuarios en ese intermediario a otro.

Riesgos

Entre los riesgos de la emisión de una MDBC en el ámbito monetario y financiero destaca el hecho de que en determinadas circunstancias los agentes económicos prefieran conservarla, en detrimento de los depósitos en el sistema financiero, con lo cual se pierde la capacidad de cumplir con su función de suministrar crédito en la economía. Es decir, se generaría un efecto de desintermediación. En este sentido, puede dañar la estabilidad monetaria o financiera.

Aunado a lo anterior, el mayor involucramiento del banco central en el desarrollo del sistema de pagos puede limitar la participación del sector privado en el esquema de funcionamiento de la MDBC. Además, la falta de experiencia de los reguladores en las nuevas actividades que involucra la emisión de una MDBC puede constituirse en un riesgo. A su vez, si los ahorrantes disponen de un mecanismo eficiente para convertir dinero de los bancos comerciales en dinero del banco central, aumenta la probabilidad de corridas bancarias.

En el campo tecnológico, los riesgos de la emisión de una MDBC se centran en la posibilidad del doble pago⁹³, la falsificación digital y que la nueva tecnología no esté consolidada y propicie errores (técnicos y humanos), situación que puede ser explotada con fines maliciosos.

⁹² Existen también las propiedades no esenciales, denominadas configurables. Estas, aunque importantes, pueden no estar presentes en el diseño sin que la MDBC pierda su naturaleza. Por ejemplo: no doble gasto, no falsificación, almacenamiento de la información basado en cuentas o en *tokens* digitales, anonimato, pago de intereses, entre otras.

⁹³ El que se gaste dos veces la misma moneda.

Finalmente, si los bancos centrales deciden proveer la MDBC en forma directa, existe el riesgo de que se desnaturalice la banca central, al adoptarse relaciones comerciales con el público.

Avances de algunos bancos centrales

El Banco Central Europeo (BCE) lanzó formalmente en julio pasado la fase de investigación sobre la potencial emisión de un euro digital. Esta fase durará 2 años. Sus objetivos serán abordar aspectos relativos al diseño y la distribución del euro digital, el modelo de negocio para los intermediarios financieros y evitar posibles impactos negativos en la estabilidad financiera, la financiación de la economía y la política monetaria. De acuerdo con su presidente, Christine Lagarde: “el trabajo del BCE debe de garantizar que, en la era digital, los ciudadanos y las empresas sigan teniendo acceso a la forma de dinero más segura, el dinero de banco central”.

Por su parte, el presidente del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, Jerome Powell, anunció que se publicará a más tardar a inicios del 2022 una investigación en la que se examinarán los costos y beneficios de la emisión de una MDBC en ese país. Manifestó que, si bien todavía no hay decisión, un elemento prioritario para tomar en consideración será que el sistema de pagos de Estados Unidos siga estable y seguro y que los beneficios superen los costos y riesgos.

El Banco Central de Inglaterra y el Tesoro británico también trabajan en conjunto para analizar la potencial implementación de una moneda digital que coexistiría con el dinero físico y los depósitos bancarios. Si bien todavía no hay un acuerdo para emitir una moneda digital por parte del banco central, la investigación pretende sentar las bases en cuanto a impacto, beneficios y riesgos.

Entre los países que han pasado de la investigación a la práctica se encuentran China y Suecia. En China, el banco central implementa un plan piloto para el yuan digital. El plan se ejecuta en varias regiones del país con el objetivo de reemplazar los billetes y monedas en circulación, pero sin estar conectado al sistema de emisión y circulación de monedas soberanas. El yuan digital es transferido por el banco central a los bancos comerciales y otros operadores y luego el público puede transferir el dinero de su cuenta bancaria a la versión digital y depositarlo en billeteras electrónicas. Este plan piloto es el primer intento de distribución de una moneda digital pública con respaldo de un banco central de una de las grandes economías del mundo.

Por su parte, el Banco Central de Suecia anunció en mayo del 2020 la puesta en marcha de la prueba piloto de su moneda digital, e-Korona, la cual estaría basada en la misma tecnología que sustenta a criptomonedas como el Bitcoin. Por otra parte, también se estudia la viabilidad de que el sistema financiero opere con la moneda digital de manera segura.

En el caso de Costa Rica, el Banco Central no está considerando por el momento emitir una MDBC, pues estima que los principales beneficios que se podrían obtener (como los de facilitar transferencias electrónicas de dinero ágiles, baratas y seguras) ya se están alcanzando con el Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (Sinpe). Sin embargo, se mantiene atento a los desarrollos sobre esta temática en otros países y en la literatura económica.