

SESIÓN 6148-2023

Acta de la sesión ordinaria seis mil ciento cuarenta y ocho-dos mil veintitrés, celebrada virtualmente por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, a partir de las diez horas con cincuenta minutos del miércoles veinticinco de octubre de dos mil veintitrés, con la participación de sus miembros: Róger Madrigal López, presidente del Banco Central de Costa Rica, Silvia Charpentier Brenes, vicepresidente de la Junta Directiva, Miguel Cantillo Simon, Max Soto Jiménez, Marta Soto Bolaños y Jorge Guardia Quirós, así como con la de los funcionarios: Hazel Valverde Richmond, gerente del Banco Central, Maribel Lizano Barahona, auditora interna interina, Celia Alpízar Paniagua, secretaria general interina, Alonso Alfaro Ureña, economista jefe del Banco Central de Costa Rica, Bernardita Redondo Gómez, directora de la División Gestión Activos y Pasivos, Iván Villalobos Valerín, director de la División Asesoría Jurídica, Pablo Villalobos González, director interino del Departamento de Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva, y Mariano Segura Ávila, asesor de la Presidencia del Banco Central.

ARTÍCULO 1. *Constancia de: a) reunión de trabajo, b) que esta sesión ordinaria se realizó de forma virtual y c) inasistencia.*

Se deja constancia de que esta sesión ordinaria inició a las diez horas con cincuenta minutos en virtud de que los miembros de la Junta Directiva realizaron una reunión de trabajo desde las nueve horas y hasta las diez horas con cuarenta y cinco minutos, con el fin de discutir temas relativos al quehacer del Banco Central.

Esta sesión ordinaria se realizó con la participación remota de los señores Róger Madrigal López, Silvia Charpentier Brenes, Miguel Cantillo Simon, Max Soto Jiménez, Marta Soto Bolaños y Jorge Guardia Quirós, integrantes de la Junta Directiva, cumpliendo con los requisitos de seguridad jurídica y tecnológica señalados por la Procuraduría General de la República en su dictamen C-298-2007, del 28 de agosto de 2007, así como lo indicado por la División Asesoría Jurídica del Ente Emisor, en el oficio AJ-482-2008, del 22 de julio de 2008, relativos a sesiones virtuales de juntas directivas de instituciones públicas.

Asimismo, participaron virtualmente los señores: Hazel Valverde Richmond, Maribel Lizano Barahona, Celia Alpízar Paniagua, Alonso Alfaro Ureña, Bernardita Redondo Gómez, Iván Villalobos Valerín, Pablo Villalobos González y Mariano Segura Ávila. Por otro lado, el señor Nogui Acosta Jaén, ministro de Hacienda, no participó en esta oportunidad.

Cabe destacar que los medios telemáticos del Banco Central de Costa Rica permitieron una comunicación integral y simultánea por medio del vídeo, audio y datos, bajo el principio de colegialidad y simultaneidad citados en el dictamen antes mencionado.

Por último, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 56, de la *Ley General de la Administración Pública*, Ley 6227, los miembros de la Junta Directiva verificaron que la grabación de la sesión se encontraba en curso. De este asunto se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Buenos días, compañeros. Hoy miércoles 25 de octubre, damos inicio a la sesión ordinaria 6148-2023. Antes de proceder con los asuntos de la agenda, por favor, quisiera que todos confirmemos que efectivamente hay una grabación en curso, yo observo el indicador, doña Marta, don Miguel, don Jorge, doña Silvia y don Max. Los seis miembros reconocemos que hay una grabación en curso, muy bien.”

1
2 **ARTÍCULO 2.** *Aprobación del orden del día.*

3
4 De inmediato, la Junta Directiva entró a conocer el orden del día. De este asunto se
5 transcribe lo siguiente:

6
7 **“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

8 Entonces iniciaríamos con la aprobación del orden del día, es una agenda relativamente corta en
9 cantidad de temas, pero sustanciosa en los temas que vienen. Entonces, yo no tengo ninguna
10 propuesta para cambio, doña Hazel, a veces yo la molesto a usted preguntándole si usted...

11
12 **SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:**

13 No, don Róger, no tengo ninguna.

14
15 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

16 Entonces los que estamos de acuerdo con la aprobación de la agenda, por favor, de acuerdo, don
17 Max, doña Marta, don Miguel, don Jorge y doña Silvia, todos de acuerdo con la aprobación del
18 orden del día.”

19
20 Analizado el tema, la Junta Directiva,

21
22 **convino en:**

23
24 aprobar el orden del día, modificándolo en el sentido de adicionar, a la luz de lo dispuesto en el
25 numeral 4, artículo 54, de la *Ley General de la Administración Pública*, Ley 6227, los siguientes
26 asuntos:

- 27
28 A. Consulta de un miembro de la Junta Directiva sobre lo informado por la prensa en relación
29 con un evento de riesgo en el Banco Nacional de Costa Rica.
30
31 B. Comentario de doña Silvia Charpentier Brenes, integrante de la Junta Directiva, sobre
32 seguridad de la información, acceso y uso de datos.
33
34 C. Información sobre la reunión sostenida entre la misión de Fondo Monetario Internacional
35 y los miembros de la Junta Directiva del Ente Emisor.
36

37 **ARTÍCULO 3.** *Aprobación de los proyectos de actas de las sesiones 6146-2023 y 6147-2023.*

38
39 Los miembros de la Junta Directiva entraron a conocer el punto relativo a la aprobación de las actas
40 de las sesiones 6146-2023 y 6147-2023, celebradas el 18 y 19 de octubre de 2023, respectivamente.

41
42 De este punto se transcribe lo siguiente:

43
44 **“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

45 Vamos ahora a la aprobación de las actas de la semana pasada, la 6146 y la 6147, fue miércoles y
46 jueves, ya yo había venido el miércoles ciertamente, perfecto ¿Observaciones? Que usualmente
47 ocurren.

48
49 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

Yo mandé observaciones a una de las dos. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto ¿Algo más? Entonces, perfecto. Entonces estaríamos de acuerdo con la aprobación que incluye las observaciones, obviamente, hechas por doña Silvia. Entonces estamos doña Silvia, doña Marta, don Miguel, don Max, don Jorge y mi persona, seis miembros presentes, seis miembros a favor, aprobadas las actas de las sesiones 6146 y 6147.”

Analizado el tema, la Junta Directiva

resolvió:

aprobar, las actas de las sesiones 6146-2023 y 6147-2023, celebradas el 18 y 19 de octubre de 2023, respectivamente, cuyo proyecto digital se distribuyó con anterioridad a los miembros de la Junta Directiva del Banco Central.

ARTÍCULO 4. *Consulta de un miembro de la Junta Directiva sobre lo informado por la prensa en relación con un evento de riesgo en el Banco Nacional de Costa Rica.*

En el punto relativo a los asuntos de la Presidencia del Banco, demás miembros de la Junta Directiva, Gerencia y Auditoría Interna, hizo uso de la palabra el señor **Róger Madrigal López**, presidente del Banco Central de Costa Rica, para indicar lo que se transcribe a continuación:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

En asuntos de la Gerencia, ¿la Gerencia tiene algún asunto que quisiera comunicar, preguntar, comentar? Nada. ¿En este asunto de la agenda, en este punto de la agenda?

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Nada, ninguna, don Róger.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien, ¿la Auditoría Interna?

SRA. MARIBEL LIZANO BARAHONA:

Yo no tengo ninguno. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Demás miembros de Junta Directiva? Don Max, adelante, por favor. Don Max y luego doña Silvia.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Gracias. Sí, quisiera preguntarle al Departamento de Riesgos sobre... que nos informe sobre este evento de riesgo del que ha informado la prensa que ocurrió en el Banco Nacional, esto desde dos perspectivas, uno del riesgo para el mismo Banco Central, que entiendo que el Banco Central tiene cinco custodias auxiliares de numerario en ese banco y entonces, un tema sería si se han afectado estas custodias auxiliares con el evento.

Y el otro tema o la otra perspectiva me parece, sería desde el riesgo sistémico en el tanto en que un evento de esta magnitud de un banco sistémico podría tener implicaciones tanto en la confianza en esa institución como posibles repercusiones en el resto del sistema.

1 Entonces, eso sería la consulta, gracias.

2
3 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

4 Muchas gracias, don Max. Voy a darle la oportunidad a don Pablo, como director del Departamento
5 de Gestión Integral de Riesgos que nos cuente.

6
7 **SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:**

8 Bueno, buenos días. Hace unos minutos, casi una hora, a las diez de la mañana, yo les envié un
9 correo. Le envié un correo al Comité de Riesgos y le copié a los demás miembros de la Junta
10 Directiva, entonces ahí pueden ver el detalle del correo y también le copié a la Gerencia, sí, a la
11 Gerencia básicamente.

12
13 En ese correo lo que informo es que desde el punto de vista del Departamento de Gestión de
14 Riesgos y Cumplimiento del Banco Central hemos estado dándole seguimiento a esta situación. El
15 Departamento de Emisión y Valores del Banco Central, es decir, nuestro Departamento de Emisión
16 y Valores observa 24 riesgos, se han identificado 24 riesgos. Con excepción de tres, todos los
17 riesgos están bajo los parámetros de tolerancia y en el correo se detallan, el caso de esos tres que
18 tienen un nivel residual medio, es decir, está por fuera de los parámetros de tolerancia.

19
20 Como ustedes recuerdan los parámetros de tolerancia son de bajo y muy bajo, pero entonces de los
21 24 riesgos hay tres a los que se han venido dando seguimiento, ahí se detalla las razones por las
22 cuales presenta un nivel residual medio y se comenta sobre las acciones que eventualmente se
23 estarán tomando para disminuir ese nivel residual a los niveles de tolerancia definidos por la Junta
24 Directiva, que son bajo y muy bajo, como les decía.

25
26 Además, en el correo les indicamos, como decía don Max, el Banco Nacional tiene cinco custodias
27 auxiliares de numerario, ya se realizaron arqueos. En estos días se realizaron arqueos en dos de
28 esas CAN en las oficinas centrales y en Ciudad Quesada y el resultado fue positivo. No se encontró
29 ninguna diferencia y en las restantes tres, perdón, en las restantes tres custodias auxiliares de
30 numerario se van a hacer los arqueos en los próximos días.

31
32 Creo que la que va a estar -según nos indicaron el Departamento de Emisión- la que va a estar un
33 poquito más... la que se va a hacer en menos tiempo, va a tardar un poco más es la custodia de
34 Guápiles porque hay un problema, como ustedes seguramente también saben, hay un problema
35 de... en la ruta 32, entonces se va a esperar a que se solucione ese problema de comunicación con
36 la ciudad de Guápiles. Pero entonces, de las cinco custodias auxiliares que tiene el Banco Nacional,
37 dos de los más grandes, la de Ciudad Quesada y las oficinas centrales se realizó el arqueo y no
38 ofreció ninguna diferencia.

39
40 El Departamento de Emisión del Banco Central realiza arqueos dos veces por semestre. Entiendo
41 que ese número es recomendación de la Auditoría Interna nuestra. Se realizan dos veces por
42 semestre y eventualmente se puede hacer también, en cualquier otro momento como en esta
43 situación.

44
45 Si se diera el caso de alguna diferencia en las CAN, por normativa, en este caso, por ejemplo, el
46 Banco Nacional sería el responsable y tendría que reponer esa diferencia. Además, se vería sujeto
47 a multas y sanciones por parte del Banco Central. También, otro elemento que hemos... otra
48 información que hemos recopilado es que por lo general los bancos custodios en este caso, cuentan
49 con seguros para atender este tipo de siniestros.

Entonces, desde nuestro punto de vista, le hemos dado seguimiento, en el correo que les comento, se detalla, además, hay un... les adjuntamos un archivo en Excel donde se detalla todos los 24 riesgos que les comentaba y la situación en la que se encuentran, entonces eso es lo que podemos decir.

Con respecto a un riesgo de tipo sistémico, yo personalmente conversé con don Julio Rosales y entiendo que le están dando seguimiento de la liquidez del Banco Nacional. Me parece a mí... nosotros estamos conversando con el Departamento de Estabilidad Financiera, pero me parece que la perspectiva de riesgo sistémico es el Departamento de Estabilidad Financiera, quién debería darle seguimiento a ese tipo de riesgo, pero de igual forma hemos conversado con don Julio Rosales.

No sé si con eso les aclaro la situación o requieren alguna otra aclaración, si tienen alguna otra duda. De nuevo en el correo pueden ver el detalle de esto que les estoy... y un poco más de información de esto que les estoy comentando.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Yo no sé si podemos adjuntar al acta de esta Junta ese correo, no sé si procede o no procede. Ya voy para... con orden, doña Silvia y luego don Jorge, y luego tal vez, Iván me informa si eso puede ser parte del acta.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Es un tema diferente, Róger, así que no sé si don Jorge se quería referir a este tema.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, está bien, entonces le vamos a dar la palabra a don Jorge.

En el tema de la liquidez, yo le doy cada vez que puedo seguimiento de cuáles son los bancos que tienen excesos de liquidez. El Nacional es de los que, en este momento en el MIL, ofrece como que no pareciera, por lo menos del día de ayer, porque es con información del día de ayer, esté enfrentando retiros extraordinarios. Aunque uno podría pensar que algún efecto podría darse, pero en la cifra de liquidez propiamente de exceso de liquidez del Banco Nacional no se observa al día de ayer.

Don Jorge.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sí, yo preferiría que lo conociera primero el Comité de Riesgos, antes de adjuntar ese memo al acta y después, que sea el Comité de Riesgos el que haga un informe.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, me parece bien. Tiene sentido, muy bien, muchas gracias.

Sí, lo vamos a hacer, así como lo propone don Jorge.”

Se dio por recibido.

ARTÍCULO 5. *Comentario de doña Silvia Charpentier Brenes, integrante de la Junta Directiva, sobre seguridad de la información, acceso y uso de datos.*

Seguidamente, doña *Silvia Charpentier Brenes*, integrante de la Junta Directiva, hizo ver la importancia de contar con una actualización tanto en la parte de seguridad de la información, como en el acceso y uso de estos. Esto, en consideración de los recientes y nuevos avances adquiridos por el Banco Central en esta materia.

Del asunto se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, doña Silvia.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Gracias. Muchas gracias. Considerando los avances recientes y los nuevos conocimientos que ha adquirido el Banco Central acerca de la seguridad y los accesos y usos de los datos, yo quisiera solicitar atentamente a la Administración si nos puede hacer una presentación de actualización, tanto de la parte de gobernanza como de la parte de seguridad de los datos, para estar nosotros también actualizados, porque yo sé que esto ha admitido mejoras recientes. Un ejemplo de esto es la presentación de OCDE. Muchas gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Nada más para estar claros, doña Silvia, no es ya, no es en este momento, no es que se...

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

No, no, disculpen, no, no, jamás, sí cuando lo tengan listo, claro. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, muchas gracias.

Doña Hazel.

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

La Administración ha venido trabajando con el área de riesgos en un informe que está para presentarse en el próximo Comité de Riesgos, con respecto a todo este tema de seguridad de la información, qué avances hay, qué cambios se han dado, qué, cuál es el marco normativo. Es un informe bastante amplio en el que, ha estado trabajando el área de riesgos con la gente de las áreas correspondientes.

Ahí, más bien, igual, nada más la consulta que haría es si mantenemos tal y como estaba diseñado, que era llevarlo primero, más bien, al Comité de Riesgos y tal cual, después traerlo a la Junta o si prefieren, entonces, más bien que en vez de presentarse este informe en el Comité de Riesgos se presente directamente a la Junta.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Muchas gracias, Hazel. En el Comité de Riesgos, me parece bien que convoquemos al Comité de Riesgos. Pero también las certificaciones de ciberseguridad, no sé si lo mencioné, pero eso también. O sea, que tengamos ese conocimiento en el Comité y luego a la Junta. Porque sí me parece que los miembros de la Junta Directiva están expuestos a ese tipo de preguntas y a veces uno se queda sin poder responder como debe ser y como sabemos que es en el Banco. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien, estamos...

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

Don Róger.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, adelante.

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

Bueno, como dice doña Hazel, hemos estado trabajando en un documento que ya está, prácticamente, listo. El próximo Comité de Riesgos es dentro de un mes, a finales de noviembre. Entonces, si quisieran ver el documento por lo menos, no la presentación, pero si quisieran tener el documento antes, se los podríamos enviar también anticipadamente. Bueno, normalmente se envía anticipadamente, pero tenemos un poco más anticipadamente a los miembros del Comité de Riesgos y si la Junta lo quiere, igual, también.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, yo preferiría que, por la urgencia del tema, por la actualidad del tema, se envíe tan pronto lo tengan listo. No sé si hay o por lo menos, inclusive, de adelantar la sesión del Comité de Riesgos o hacer un punto adicional, el asunto adicional en la agenda del Banco. Es un asunto de alta importancia y prioridad para nosotros.

Doña Silvia, le vi en algún momento la mano levantada.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Yo voy a estar ausente a finales de noviembre, entonces, si le iba a decir a Pablo si me puede mandar, por favor, no para el Comité, pero la semana antes. Entonces, si fuera tan amable de compartir el documento, pero en línea con lo que dice el presidente. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien. Muchas gracias, don Pablo.

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

Con gusto.”

Se dio por recibido.

ARTÍCULO 6. *Información sobre la reunión sostenida entre la misión de Fondo Monetario Internacional y los miembros de la Junta Directiva del Ente Emisor.*

De inmediato se llevó a cabo la siguiente discusión:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Bueno, entonces, ¿algo más? Si no para pasar a los temas de política, hoy hay una sesión mucho de política. Entonces, yo no sé, don Alonso, si hace pasar a los compañeros de... con los que usted se va a apoyar, para continuar la discusión del Informe de Política Monetaria. Yo lo que entiendo es que, básicamente, lo que nos traen es algunas actualizaciones y tal vez la firmeza de algunos mensajes, porque la semana pasada le dedicamos bastante tiempo a esto.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, de acuerdo. Perdón, doña Silvia levantó la mano.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Sí, Róger, disculpe. Antes de iniciar este tema, yo no sé si es conveniente dejar en actas que ayer la Junta Directiva se reunió con la misión del Fondo Monetario, muy brevemente, nada más, así en 30 segundos.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, sí, bueno, lo puedo informar. El día de ayer la Junta en pleno, o sea, los seis miembros nos reunimos con la misión del Fondo Monetario y nos dieron un adelanto de la perspectiva que ellos tienen del país, en general, hay una serie de... el gran mensaje que ellos llaman, una serie de comportamientos que ellos los estiman muy favorables para la economía costarricense, en temas de inflación, de crecimiento, de reservas, de reducción del desempleo. Hubo una discusión de eventuales pasos que hay con las tasas... parece que tenemos visiones muy similares, tal vez una pequeña diferencia en las velocidades.

Ellos reconocen que dada la incertidumbre que hay en estos momentos, nuevas incertidumbres, inclusive dadas en el contexto geopolítico, lo recomendable es la prudencia del Banco Central. Eso es lo que van a reconocer y creo que lo van a dar por escrito.

No sé, eso es lo que... hubo toda una discusión sobre no solamente en el caso de Costa Rica, sino en otros países, la limitación que eventualmente impone sobre algunas economías emergentes el alto nivel de tasas de interés en los países desarrollados y que, claro, la retroalimentación de los miembros de Junta, se dijo que en el caso de Costa Rica esa limitación adquiere especiales características por el relativo alto grado de dolarización y las experiencias pasadas. Creo que don Miguel hizo el caso del 20 al 22 de que eso, cuando nos desalineamos en las tasas de interés, luego lo sufrimos en otras variables macroeconómicas, sin entrar ahorita en detalle de cuáles otras.

No sé, Alonso, si usted quiere agregar algo. Yo ayer, a propósito, porque era mucho la discusión, la tuvimos el lunes, más bien nosotros, y ellos entendieron en buena parte, como alinearse a los datos y las perspectivas del Banco Central. Pero no sé si usted quiere agregar algo para que quede en actas de la reunión de ayer.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, me parece que, como usted dice, hay coincidencia en términos de las proyecciones y de inflación y de crecimiento. Un elemento importante anotar que ellos lo hicieron notar y nosotros queríamos también hacerlo notar hoy, es que al estar tan cerca del producto potencial, pequeños cambios hacen que la brecha sea negativa o positiva, pero, en general, pareciera que estamos muy cerca de ese comportamiento y ellos lo tienen en cuenta, nosotros también.

También, hicimos una pregunta por la inquietud sobre el tipo de cambio que se manifiesta en el documento que ellos nos compartieron. A nivel técnico discutimos los elementos, especialmente, que inciden sobre la inflación, reforzando la idea de que el impacto más fuerte que tenemos es por cambios en los precios internacionales, en vez de que sea por tipo de cambio.

Hay un efecto que sí está, tal vez, ellos le dan un poco más de importancia al que le damos nosotros, pero, también, en esa inquietud y en la aspiración de comprender el fenómeno correctamente, de hecho, al final de la discusión del Informe de Política, antes de iniciar con el análisis, perdón, antes de iniciar con la discusión del análisis de política monetaria, quería consultarle a la Junta si le parecería que les presentemos unos resultados que tenemos de una investigación que está en proceso, que me parece que responde muy precisamente esa pregunta.

Incluso, pensábamos que se la podemos compartir al Fondo el día de hoy, una vez que ustedes la conozcan para que tengan ellos eso como insumo, que sería una pequeña presentación de José Fabio, por eso nos acompaña el día de hoy, en caso de que ustedes lo tengan bien. Pero volviendo a la consulta. Creo que en general, hay coincidencia y creo que todos coincidimos en que ahí debe de haber, eventualmente, una normalización de la política monetaria a llegar a que sea una postura neutra y lo estamos viendo, tal vez era el horizonte en lo que teníamos más dudas y después de conversar con ellos, la forma en la que quedaría planteado en el documento es que eso se ve potencialmente para la segunda mitad 2024, si las condiciones lo permiten. Esa esa es la impresión que yo tengo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, ahí eso hubo un alineamiento con la postura más o menos del Banco Central del lunes. Eso me parece muy bien. La otra pregunta que se hizo fue sobre el nivel del tipo de cambio y lo que la respuesta que ellos dieron es que de acuerdo con el esquema integral de análisis que ellos tienen, el tipo de cambio real lo ven... posicionado en una zona de equilibrio, o sea no están viendo ni presiones a la apreciación o depreciación real, que el tipo de cambio en este momento está ubicado en eso.

No sé si qué tanto lo van a manifestar en el documento de ellos. En otros momentos sí lo han hecho, pero, hay otra coincidencia en ese sentido, de que nosotros lo estamos observando esos desalineamientos desde el punto de vista del tipo de cambio real. Con el cuidado que hay que reconocer que el tipo de cambio, en general, combina variables reales; llamamos las variables fundamentales como las diferencias en productividad, las presiones fiscales, los flujos de capital, elementos de largo plazo con elementos de corto plazo como pueden ser las diferencias de tasas de interés e inflación en los distintos mercados.

El tipo de cambio es una variable que combina factores reales y factores financieros, pero desde el punto de vista real, ellos no observan ese desalineamiento. Eso fue lo que le entendí yo al señor Ding ayer. Si alguien entendió algo distinto, por favor, dígalos para no quedar en el error.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, esa fue también la impresión. Yo lo, tal vez, lo pregunté más directamente, la respuesta, bueno, nosotros tenemos una forma de evaluar eso y poder emitir un criterio y creo que coincidimos. Uno puede tener movimientos alrededor de una trayectoria de equilibrio y nosotros no percibimos que esté alejada de esa... de un rango de tolerancia y ellos tampoco. Eso fue lo que manifestaron. Entonces, en eso también habría coincidencia de su análisis.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Quiero agradecerle a doña Silvia que hace la observación para que esto quede consignado el día de hoy.”

Se dio por recibido.

ARTÍCULO 7. *Segunda discusión del Informe de Política Monetaria a octubre de 2023.*

Los señores Evelyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigaciones Económicas, Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Julio Rosales Tijerino, director del Departamento de Estabilidad Financiera, César

1 *Ulate Sancho, Susan Jiménez Montero, Olga Monge Alvarado y Álvaro Solera Ramírez, José*
2 *Fabio Gómez Rodríguez y Esteban Sánchez Gómez, todos funcionarios de la División*
3 *Económica, así como Henry Vargas Campos, director de la División Gestión de Información,*
4 *Rigoberto Torres Mora, director interino del Departamento Estadística Macroeconómica,*
5 *Manfred Víquez Alcázar y Jacqueline Zamora Bolaños, funcionarios de esta última división,*
6 *participaron en la discusión del asunto al cual se refiere este artículo.*

7
8 En cumplimiento de lo establecido en el literal b, artículo 14, de la *Ley Orgánica*
9 *del Banco Central de Costa Rica*, Ley 7558, y en atención a lo acordado en el artículo 6 del acta
10 de la sesión 6147-2023, celebrada el 19 de octubre de 2023, se llevó a cabo la segunda discusión
11 del Informe de Política Monetaria a octubre de 2023.

12
13 De la discusión de este asunto, se transcribe lo siguiente:

14
15 **“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

16 Bueno, dicho lo anterior, compañeros, procedamos a la continuación de la discusión del Informe
17 de Política Monetaria como decía antes. Yo esperarí que sea lo marginal, lo que ha ocurrido en la
18 última semana y no, necesariamente, que sea abrir la discusión a todo el Informe de Política
19 Monetaria.

20
21 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

22 Muchas gracias. Sí, entonces, vamos a proceder con esta segunda discusión y yo, en realidad, mi
23 intervención va a ser, relativamente, breve. En este caso le puedo dar la palabra, de una vez, a Betty
24 o Henry para que vayan comentando los supuestos del entorno externo. Adelante.

25
26 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

27 Buenos días. Esta, nada más la actualización, lo que presentamos la semana pasada. Entonces, la
28 novedad acá es la actualización de precios de hidrocarburos con respecto a lo que les presentamos.
29 No hay mucho cambio con respecto a lo que traíamos, pero es la última información disponible.

30
31 *Grosso modo* tres mensajes de esta filmina, o sea, que estamos incorporando en el ejercicio un
32 crecimiento mundial en términos del 22 desacelera, pero para nuestros socios comerciales, en
33 particular Estados Unidos, hay una mejora con respecto a lo que teníamos en julio. Será un mundo
34 que presente un poco menos de inflación en el caso de socios comerciales con respecto a lo que
35 teníamos en julio para el 2023, pero un poquito más de inflación en el 2024 y en este contexto con
36 las tasas de interés en ambos años, 22 y 23 se revisan al alza o se incorpora una revisión al alza en
37 tasas externas de dos décimas de puntos porcentual en el 23 y seis décimas en el 24. Eso es,
38 básicamente.

39
40 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

41 Betty.

42
43 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

44 Sí, señor.

45
46 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

47 Es la manifestación de la expresión, esa, alto por más tiempo, no más alto, sino, simplemente, alto
48 por más tiempo.

49
50 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

1 Alto por más tiempo y perdón, tal vez, rescatar de esta filmina, igual lo comentamos la semana
2 pasada, es la mejora en términos de intercambio que con los ajustes estos que recurrieron de la
3 semana pasada, mejora en términos de intercambio, pero me parece que la mejora es, ligeramente,
4 más baja. Pero, sí el mensaje es una mejora en términos de intercambio.

5
6 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

7 Se mantiene.

8
9 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

10 Básicamente, es lo que tenemos del entorno externo, adicional a lo que comentamos la semana
11 pasada. La siguiente. No sé si tienen preguntas acá.

12
13 Henry.

14
15 **SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

16 Buenos días. Igual, concentrándonos en los cambios con respecto a lo que vimos la semana anterior,
17 el crecimiento del 2023, en vez de 5,1 estaría en el 5%. Ahí los cambios principales es que en la
18 parte de servicios volvimos a ajustar a la baja el crecimiento estimado de las exportaciones por
19 turismo receptor.

20
21 En el 2023 en las importaciones de bienes ya datos observados a setiembre también se hizo un leve
22 ajuste a la baja y la combinación de esa menor ganancia respecto a lo que mostramos la semana
23 pasada en términos de intercambio y una salida mayor de recursos en la cuenta de ingreso primario,
24 que es, básicamente, la remuneración de la de la inversión directa, me genera un menor ingreso
25 disponible. Entonces, por esa razón también hicimos un ajuste en el crecimiento del consumo de
26 los hogares.

27
28 La siguiente.

29
30 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

31 Perdón, Henry, en esa, corrígeme porque yo he tenido retazos del proceso. Yo entendía que el
32 Fondo estaba, al principio, muy lejos de esto y con el trabajo que hicieron con ustedes, más bien,
33 ellos, no he visto el número definitivo, el señor Ding lo que había dicho es alrededor del 5%. No
34 sé qué nivel van a poner a finalmente, pero sí veo que hay un gran acercamiento en la cifra de
35 crecimiento, ¿verdad?

36
37 **SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

38 Sí. Entiendo que el acuerdo es trabajar con números más cercanos a las proyecciones que nosotros,
39 finalmente, terminamos incorporando en el Informe de Política Monetaria.

40
41 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

42 Perdón, Henry. Una precisión. En el memorándum, en el borrador, en la redacción de ese
43 documento, que es el documento que firma don Róger y don Nogui, en ese documento las cifras
44 que van a quedar son las nuestras, porque ese es un documento de Costa Rica que remite al Fondo.

45
46 Entonces, en el pasado hemos tenido esa inquietud de que vienen unos datos que, tal vez, no son
47 los nuestros y no estábamos muy seguros, pero ya la conclusión es, los datos que van a ir ahí van
48 a ser los nuestros, una vez que queden publicados y oficializados en la publicación del IPM.

Ahora, sus propias proyecciones, exactamente, como usted dice, don Róger, están alrededor de 5. Entonces, ahí casi que estamos alineados completamente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien, muchas gracias.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Lo siguiente, por favor. Por actividad económica, entonces, el ajuste está en las actividades de comercio, transporte, hoteles y restaurantes. El comercio, básicamente, es como una décima menos respecto a lo que vimos la semana pasada, por también la revisión a la baja que hicimos en las importaciones de bienes y transporte y lo que tiene que ver con hoteles y restaurantes, se ajustó a la baja por el menor aumento esperado en el flujo de turistas que estamos incorporando en este ejercicio.

La siguiente. Aquí, lo que estamos presentando es una vista general de cómo estaría el crecimiento del 2023 por semestre. Hay una desaceleración entre el primero y el segundo que es consecuente con lo que ya hemos venido observando en el IMAE para regímenes especiales que sigue con tasas altas, pero que vienen reduciéndose ya por tres meses consecutivamente y lo que estamos esperando en turismo, sobre todo en el último trimestre del 2023; sin embargo, el crecimiento del segundo semestre es un punto más alto respecto a lo que vimos en el 2022 y eso es el elemento que más se diferencia respecto a lo que vimos el año pasado en términos del crecimiento de la producción.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Buenos días a todos. En términos de lo que es indicadores de sector externo, no hay cambios en la parte de fondo de lo que es la balanza respecto a lo presentado la semana pasada. Sí hay una décima menos en el peso del déficit en la cuenta corriente en el año 2023, se mantiene el 2024 por incorporar el PIB en dólares último, que es congruente con lo que acaba de comentar.

Entonces, entre los demás eventos, por ejemplo, en el caso, también, hubo un efecto del peso relativo del *stock* de activos de reserva en términos del PIB, de una décima en cada uno de los años, pero es por un efecto, básicamente, de cambio en el denominador.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Rigoberto. Ese 2023 con 14,4 ¿eso es al final de diciembre?

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Eso es el cierre del año.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Y eso con los 1.500. Se supone que los 1.500 sí se van a colocar.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Correcto, los 1.500 ya habíamos hablado de un traslado del desembolso, una parte de un tercio del desembolso asociado al préstamo de resiliencia para el año 2024 y un préstamo del BID que estaba previsto para este año de 300 que pasa también para el 2024. Ya hemos dicho que eso es lo que hacían la diferencia entre el *stock* que teníamos en julio al cierre del 24 respecto al que estábamos presentando ahora.

Me adelanto un poco para... incorporamos, como cambio importante respecto al ejercicio de la

1 semana pasada, las ventas ya observadas de USD 100 millones del Gobierno, más 300 millones
2 que, en principio, estarían vendiendo en lo que falta del año. Pero tengamos en cuenta acá que
3 estos... vamos a ver... ahora, por decirlo de alguna forma, ahora esos 100 y si se concretan esos
4 300, van a ser más reservas que antes porque son de disponibilidad absoluta del Banco Central,
5 digámoslo así, entre comillas, reservas ahora 'propias' del Banco.

6
7 Y estamos suponiendo que, se iría al mercado dado que estamos en la época, o estamos empezando
8 muy pronto la época de estacionalidad alta de oferta, manteniendo las compras en el mercado
9 suficientes para mantener el saldo reservas, en el monto que habíamos conversado la semana
10 pasada. Eso implica un promedio por día hábil de USD 26 millones versus 27,6 millones del
11 observado hasta la fecha.

12
13 Entonces, en resumen, estamos suponiendo que se estaría yendo al mercado independientemente
14 de la venta que estaría realizando el Ministerio de Hacienda, para compensar esa venta. Porque
15 recordemos que, eso es un cambio de manos, por tanto, se neutraliza en las reservas, pero si no
16 vamos por los requerimientos del resto de sector público no bancario, implicaría, en la práctica,
17 una reducción en ese monto. Entonces, estamos suponiendo que se estaría yendo al mercado para,
18 de alguna forma, reponer esa parte que estaríamos cubriendo con esos 400 millones -si se
19 concretan- más requerimientos para necesidades propias.

20
21 Es un poco el tratamiento que se le está dando. Eso en línea con lo que decía hace poco Bernardita
22 que ya estaba esperando que en lo que falta, en lo que resta del año, haya una participación
23 importante del Banco comprando.

24
25 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

26 Ahí, Rigoberto, ahí me quedé perdido un poco.

27
28 **SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

29 Dígame, dígame.

30
31 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

32 Yo había escuchado que, efectivamente, el Gobierno tenía planes -lo escuché como en setiembre,
33 una cosa así- de hacer algunas ventas de dólares al Banco Central y eso, obviamente, no tendría
34 efecto cambiario inmediato directo. Entonces, ahora ya usted lo que hace, me hace una precisión
35 de que podrían ser a lo sumo USD 400 millones, ¿es eso cierto?

36
37 **SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

38 Es correcto, esta es la información que se nos suministró ayer, de que, potencialmente, estarían
39 vendiendo, los 100 millones que, efectivamente, se dieron ayer, más 300 millones. Entonces,
40 estamos incorporando en este ejercicio esa última información, para hacerla congruente con los
41 mejores datos disponibles hasta la fecha.

42
43 Pero sí tener en cuenta que estamos suponiendo que se mantendría la participación activa del Banco
44 Central comprando, dadas lo que se ha observado en el mercado de cambios y la transaccionalidad
45 que esperamos en los próximos meses en alrededor de 26 millones por día hábil versus 27,6
46 millones que hemos observado hasta la fecha.

47
48 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

49 Es ahí donde me quedé perdido. Tal vez no escuché bien. Es que se mantiene la participación del
50 Banco comprando los excedentes.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Exacto.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Y que eso es lo que hemos visto nosotros en algunos momentos es que ahora con el nuevo PIB debe ser mayor, pero que el Banco tenía como una disponibilidad de compras, sin que sonara ninguna alarma, hasta de USD 2.000 millones para llegar al nivel de reservas adecuadas, con respecto a nivel mínimo de reservas adecuadas a 150, ¿es así?

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Es correcto. Vamos a ver, Róger, lo que pasa es que si el Gobierno vende 400 millones el saldo del presupuesto del sector público no bancario estaría incrementando, ahora estamos en positivo aumenta. Pero en la práctica si no vamos al mercado por los requerimientos del resto del sector público no bancario, en la práctica implicaría una reducción de reservas. O sea, si utilizamos esos 400 para cubrir.

Entonces, estamos suponiendo acá que vamos por ese monto más el equivalente que teníamos para compra que llamamos ‘necesidades propias’. Tengamos en cuenta que el Banco y creo que lo dije en algún momento, tiene un drenaje de alrededor de USD 1.250 millones para atender el pasivo que tiene con el Fondo Latinoamericano de Reservas y, entonces, es importante si el mercado permite o da para comprar esos recursos pues de manera preventiva hacerlo. Un poco en línea con lo que planteaba Bernardita que ella visualiza que, probablemente, esa situación en el mercado se va a presentar en los próximos meses.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, ya entendí. La participación del Banco no va a cambiar.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Exactamente.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Exactamente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Lo que cambia es el motivo al que se le asigna, ya no por sector público, sino por reservas digamos ‘propias’ del Banco para mantener su nivel, su blindaje financiero.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Perfecto, lo dijo usted mejor que yo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Bien, ya entendí, perfecto. Continúen. Por favor, los miembros de Junta recuerden que no lo veo, entonces, no quiero pasar con la descortesía de no, de si alguien levanta la mano que parece que no le estoy dando la palabra.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

No, aquí, básicamente, incorporamos este arreglo estadístico para mostrar este cambio. Ahí ustedes pueden ver las compras que está realizando el Banco Central, bueno ya previstas de USD 400 millones. Eso decimos nos deja, si no vamos a comprar para el resto del sector público no bancario

ese monto nos deja un negativo en el año, pero estaríamos incrementando las compras para operaciones propias 757 millones para cerrar el año en 1.800 en vez de 1.400 que traíamos la semana pasada. En resumen, la participación del Banco en este ejercicio es equivalente a la que trajimos hace ocho días.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí, bueno, esta información es todavía del Ministerio de Hacienda todavía en proceso. Nos han estado mandando actualizaciones de sus cifras fiscales, con la información que nosotros les hemos compartido, toda esta información macro de crecimiento del PIB, importaciones, exportaciones eso se les ha compartido casi que en tiempo real para que ellos actualicen.

Lo que tenemos, el primer mensaje es que en términos para el 2023-24 el resultado primario no cambia en términos de lo que habíamos incorporado en el ejercicio de julio pasado, están suponiendo un superávit primario de 1,6 para el 2023 y de 1,9 para el 2024. En términos del resultado financiero, el déficit mejora una décima punto porcentual en el 23 y se mantiene para ubicarse en 3,4, déficit de 3,4 y para el 2024 mantienen la relación en 3% del PIB.

Entonces ¿qué es lo que se ve en estas cifras? Tenemos cifras bastante agregadas. En ambos años hay un deterioro en los ingresos de medio punto en cada uno de los años explicado, en buena medida, por la parte tributaria. Renta y propiedad revisan a la baja, a la baja no, revisan el crecimiento, sí es positivo, pero a la baja en lo que es renta con base en el comportamiento observado. Acá está el efecto de también de una décima que incorporan en lo que es la aplicación a partir del 23 del impuesto, el puesto a la propiedad de vehículos, el marchamo. Entonces, tiene un efecto de 0,11 en el 2023 y algo parecido en el 2024.

También, está la incorporación del efecto en el 2024 de la ley para excluir a Costa Rica de la lista de paraísos fiscales. Entonces, esos aspectos, al final de cuentas, son compensados por el lado en el caso de los gastos primarios de transferencias corrientes, gastos de capital que los revisan a la baja.

En el caso de los intereses, en línea con lo que comentaba Rigoberto hace unos minutos de que el Gobierno está suponiendo un traslado de obligaciones o de contratación de créditos del 2023 al 2024. Entonces, tiene su efecto en el pago de intereses en ambos años. También eliminaron de su programación la contratación de un crédito con el BCIE y de un crédito con la CAF que lo tenían previsto en el ejercicio anterior. Entonces, básicamente, son los resultados que estaríamos incorporando en el documento.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Betty, perdón. ¿Eso del BCIE y de la CAF es en el 23 o es en el 24, también?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

En el 24 es el 290 que quitaron en esta ocasión y el de la CAF también estaba para el 24. El asunto es que el ejercicio, recuerden que en el IPM de julio ya los 500 millones de la CAF -me parece que eran 500- nosotros los excluimos, pero el ejercicio de Hacienda todavía lo tenía incorporado en lo que ellos nos habían mandado, entonces, en el neto, es un efecto de menor deuda, con respecto al ejercicio fiscal que teníamos nosotros incorporado en el IPM de julio.

1 No sé si me explico, en deuda externa hay dos efectos. Uno es retiran operaciones que tenían
2 previstas y el otro efecto es que traslada operaciones previstas para el 23 hacia el 24. Entonces, eso
3 tiene un efecto en el saldo de deuda y, en consecuencia, en el gasto en intereses, particularmente
4 en el 2023.

5
6 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

7 Con quién de Hacienda, ustedes están compartiendo números ¿con quién?

8
9 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

10 Con Michael Contreras, que él es, directamente, trabaja en el Despacho, es asesor del ministro.

11
12 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

13 Vean lo que está pasando.

14
15 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

16 Es el que hace todos... perdón, es el que hace las corridas o las proyecciones del marco fiscal de
17 mediano plazo.

18
19 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

20 Vean lo que está pasando. Muy probablemente ahí tienen todavía que afinar cuánto, en términos
21 absolutos, el Gobierno va a quedar por arriba de lo que, originalmente, se había pactado. Entonces,
22 uno dice 'no cumplió'. Pero, en realidad, no es así, porque la deuda está valuada a un tipo de cambio
23 como de ₡635. Tengo que revisar el número, pero es un número mayor a ₡600. Entonces, en las
24 cifras del Fondo, por efecto de comparabilidad, como mantienen el tipo de cambio constante a lo
25 largo de los años, parece que el Gobierno tiene una deuda nominal mayor a la que efectivamente
26 tiene.

27
28 Entonces, lo que yo conozco de lo que se ha hablado con Mr. Ding, es que ellos tienen que informar
29 de eso porque tienen que explicar y no es que, efectivamente, la deuda es mayor, no, de hecho, la
30 deuda es menor, pero para efectos de comparabilidad en el programa. Y eso se le atribuye mucho
31 al tipo de cambio. Entonces, la semana pasada ustedes nos presentaron un ejercicio en las cuentas
32 fiscales que siguen, hay un efecto en deuda, por tipo de cambio, pero también hay un efecto en el
33 resultado primario... en el resultado financiero general y en el pago de intereses, porque el
34 Gobierno está recibiendo menores ingresos, debido a que el tipo de cambio ha bajado.

35
36 Entonces, yo no sé Betty, compartírselo al señor Contreras y decirles que estamos en la apertura, a
37 partir del ejercicio que usted hizo o que ustedes hicieron, ya, que ustedes hicieron, compartirlo y si
38 requiere explicación, porque yo ayer hablé con gente del Fondo, les dije: 'miren ustedes van a
39 poner eso, sepan que también hay un efecto, vamos a ver, ustedes castigan por menor tipo de
40 cambio en lo de la deuda, entonces, aumentan el tipo de cambio, por decirlo así, pero también el
41 resultado de ingreso, sí de ingreso, hay un efecto, porque en la práctica el tipo de cambio es menor,
42 con el que se ha gestionado los ingresos en un principio'.

43
44 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

45 Róger, una pregunta, y ese ejercicio que se había hecho que resultó muy interesante, ¿lo
46 compartieron con la gente del Fondo?

47
48 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

49 Nosotros no, me parece que no lo hemos compartido.

50

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

No.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Eso sería interesante compartirlo con ellos también. Dentro de toda la información que se tiene, bueno, se hizo este ejercicio y, entonces, para que tengan como el marco completo.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Nosotros lo podemos compartir el día de hoy. Sí.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Lo pueden compartir, pero me interesa Hacienda, ¿verdad? Hacienda que sea... vamos a ver si ellos lo toman o por lo menos lo...

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Bueno, ambos, porque también, ese es un detalle importante. Un detalle grande importante, que también queríamos saber cuál era el impacto. Desde el Banco Central queríamos saber cuál era el impacto también del menor tipo de cambio. Bueno, este fue nuestro resultado y, entonces, me parece que es importante que ellos lo...que lo tengan, tanto Hacienda como el Fondo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Veo dos manos, la de Miguel y doña Silvia, pero me acabo de dar cuenta, no sé quién fue primero. Hagámoslo por orden.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Adelante, Miguel.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Sí, yo lo que quería hablar era, precisamente, lo que nos presentaron, que fue muy interesante, del tipo de cambio. Pero yo no sé, yo sé que ya es como hilar quizá un poco más fino, pero el tema es que también parte de lo que se está sucediendo ahora es que como los automóviles se venden en dólares para la gente es como si hubiera bajado el precio.

Entonces, hay un efecto de elasticidad de esto, entonces, se consumieron mucho más automóviles de lo que se hubiera consumido si hubiera estado el tipo cambio más alto. Y, entonces, creo que el beneficio puede no ser tan alto como ustedes estén planteando, no sé, pero eso se puede, digo, yo creo que eso se puede calcular. No es tan difícil o no, pero, digo, pero sí pongo la idea. Es muy interesante eso que había planteado Silvia, de que cuando con el tema del tipo de cambio, si los impuestos bajan por el tema de los vehículos.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Miguel. Doña Silvia y luego Alonso. Ayúdenme con el orden, porque recuerden que no los veo.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Sí, muchas gracias. No, sobre ese mismo tema, yo quería repreguntar lo siguiente: que, efectivamente, yo creo que los autos no se compran cada año. Entonces, también pensar en que, si el volumen de la compra de vehículos este año ha sido, particularmente alta, de manera que la esperada para el año entrante baje un poco, entonces los ingresos tributarios, por esa fuente, también, habría que reestimarlos.

1
2 La otra cosa es que he tenido contacto con algunas personas y con esto me voy a referir a los
3 ingresos tributarios que tienen que ver con renta y, entonces, algunos empresarios que tienen costos
4 en colones y tienen ingresos en dólares. Entonces, están haciendo las cancelaciones parciales de
5 impuestos que se hacen las... los cargos parciales de impuestos de... impuesto de renta que se
6 hacen a lo largo del año.

7
8 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

9 Los adelantos.

10
11 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

12 Sí, algo así como los adelantos, pero que no esperan tener utilidades muy altas a final de año porque
13 esos ingresos son en dólares. Entonces, también, habría que tener el ojo puesto a la parte de ingresos
14 tributarios en lo que tiene que ver con renta y ventas.

15
16 Y la otra cosa, Betty, que quería hacerle una pregunta que usted me la tiene que eludir, porque es
17 sobre el tipo de cambio que utiliza Hacienda, que yo no quiero saber cuál es, lo que me interesa es
18 saber si el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, más o menos, convergen y Róger,
19 parcialmente, contestó, pero si converge en el mismo tipo de cambio para hacer estas estimaciones.

20
21 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

22 En realidad, nosotros les compartimos a ellos los supuestos que nos piden...

23
24 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

25 Todo.

26
27 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

28 ...nos piden producción, importaciones, o sea, todas esas variables de la parte real y piden tasas de
29 interés. Entonces, se les comparte la trayectoria de la básica, por ejemplo y tipos de cambio. Pero
30 eso ha sido, o sea, en realidad, tenemos mucho tiempo de compartirles a ellos ese insumo.
31 Probablemente, o sea, pensando en el eventual desvío con las cifras del Fondo, ese era el tipo de
32 cambio que se había supuesto, allá cuando se firmó el convenio.

33
34 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

35 Sí.

36
37 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

38 Cuando se pusieron las metas.

39
40 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

41 Sí, doña Silvia, ahí es... lo que pasa es esto, que en 2020 se tuvo, cuando se firmó cierta trayectoria
42 del tipo de cambio en aquel momento. Se establecieron las metas con eso. Hoy en día el Gobierno
43 tiene una deuda menor, para que sepan.

44
45 Efectivamente, cuando el número contable, si usted observa cuál es el nivel de deuda del país hoy,
46 en 2023, en setiembre... para decir algo, con el número de deuda que se supuso en el 2020 que se
47 tenía... el número efectivo es menor. Pero el Fondo dice: 'no, no, no, usted tiene una parte de deuda
48 en dólares y como ha habido una apreciación, entonces, yo no le voy a contar la apreciación
49 cambiaria, les vamos a mantener el tipo de cambio constante de que se supuso en aquella época'.

1 Y eso, entonces, por eso es que se hace un ajuste, si el Gobierno dice que debe 10 o debe 100, ahora
2 es 110, por ese ajuste, porque si no se hubiese dado la apreciación cambiaria, el nivel de la deuda
3 en dólares sería mayor, ese es el ajuste. Y con Hacienda lo compartimos, y aquí me corrigen porque
4 cada vez me separo más de ustedes y yo no sé qué es lo que hacen, nosotros sí le compartíamos los
5 valores, pero le explicábamos muy bien de dónde venía.

6
7 El asunto era muchas veces más una metodología de cálculo que es el tipo de cambio observado
8 en algún momento con la expectativa a determinado momento. Entonces, no es lo que el Banco
9 Central dice que es tipo de cambio, sino lo que los agentes económicos dicen que es el tipo de
10 cambio.

11
12 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

13 Y se advierte, perdón, Róger, se advierte que no hay ningún compromiso con esos valores de tipo
14 de cambio.

15
16 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

17 ¿Quién más tenía la mano levantada, Alonso, era?

18
19 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

20 Era yo, pero era para más bien, era para aclarar del tema de la elasticidad que ocurre cuando hay
21 un tipo de cambio menor y que los consumidores ven un precio menor, que eso sí debe ocurrir y,
22 justamente, nosotros hicimos la desagregación de precio y cantidad y la cantidad se incrementa,
23 pero, no sé, Betty, más bien si usted quiere ampliar de ese ejercicio. La cantidad se incrementa,
24 pero los ingresos bajan.

25
26 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

27 Sí, en esos términos, Alonso, con las cifras observadas, lo que se tenía un valor en dólares y ese es
28 como nuestro 'q' y la valoración en colones como el tipo de cambio observado. Entonces, para lo
29 observado sí es, efectivamente, ese ejercicio de 'p*q'. En las proyecciones se les comparten esos
30 indicadores de tipo de cambio y Hacienda hará sus estimaciones con cada uno de los rubros. Pero
31 no sé si harán ese 'p*q' de manera detallada en esas estimaciones. Son estimaciones del marco de
32 mediano plazo.

33
34 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

35 Muy bien.

36
37 **SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

38 Una pregunta. Nada más respecto de la disminución estimada en renta, yo recuerdo que la semana
39 pasada nos hicieron esa presentación, pero nada más me queda la duda de por qué disminuye renta,
40 porque, lo que son impuestos de importación está uno claro, que son en dólares y la importación
41 de vehículo, etcétera, todo eso que hay ahí o incluso puede ser que la parte hotelera, el turismo
42 también pague impuestos sobre ingresos que son en dólares, etcétera.

43
44 Pero, el grueso, supongo yo, del impuesto de la renta es en colones. Entonces, en una economía
45 que está creciendo casi a nivel potencial y más que el año anterior, surge la duda por qué la renta,
46 en sí, disminuye en proporción al PIB.

47
48 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

49 Betty y luego don Miguel.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Ah, perdón. Bueno, no es que renta disminuya, renta sigue creciendo, pero a tasas más bajas. Lo que veíamos la semana pasada es que luego de que en el 2022 creciera a tasas de dos dígitos, este año lo que hemos visto con, en general, ingresos tributarios y rentas que crecen a tasas más bajas y lo que está en estas dos columnas es la revisión del ejercicio de ingresos tributarios, y renta es una de las líneas, entre octubre, lo que tenemos ahora y lo que incluimos en julio pasado. Entonces, lo que hicieron fue revisar los ingresos tributarios en medio punto del PIB a la baja en el 2023 y otro medio punto en el 2024, pero entre ambos ejercicios, don Max, no sé si le...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Sí, perfecto. Me queda claro.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Okey, pero renta sí crece a tasas menores.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Pero, esto que dice doña Silvia yo lo he escuchado antes, me parece que en un programa [...] y es uno de los argumentos de algunos grupos han utilizado de por qué sería bueno que el Banco Central aumente el tipo de cambio para que los empresarios tengan más ganancias y más ganancias los empresarios, llevaría a un mayor pago de impuestos. Ese argumento sí lo he escuchado. Habrá que ver.

Don Miguel.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Sí, yo creo, para explicar el tema este de los impuestos. El tema es para empresas en el sector de comercio o, por ejemplo, algunos servicios, no sé, estoy pensando, por ejemplo, contabilidad cosas de esas de los de auditoría, que muchas veces tiene una combinación, la siguiente combinación, que es que, primero, que facturan en dólares.

Entonces, la facturación en dólares de ellos va a aparecer parecida o quizás hasta subir, pero en colones va a bajar y tienen los costos en colones, los salarios, por ejemplo, cosas así, la Caja y, entonces, eso se mantienen y, entonces, lo que hace eso es que le baja la utilidad.

Quisiera decir, hay un tercer elemento para muchas de estas empresas que facturen en dólares, son generadoras en dólares, también están endeudadas en dólares y, entonces, va a haber un tercer elemento que es un diferencial cambiarlo a favor de ellas y, entonces, significa que la renta, las utilidades, efectivamente, puede ser que bajen, pero no tanto, porque ese elemento, que a veces a uno se le olvida, es bastante importante. Y, entonces, que eso, como que son los tres elementos, la facturación en dólares, los costos en colones y el diferencial cambiario de las deudas que puedan tener.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante. Muchas gracias, don Miguel.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Esta ya no, seguimos con la siguiente. Ah, perdón, perdón. Yo tenía la mano levantada. La siguiente. Bueno, en trayectoria de deuda hay varios efectos, estas son las proyecciones que nos manda el Ministerio de Hacienda y si ven la trayectoria es similar a la que traíamos...presentamos en el IPM de julio, lo que pasa es que, con niveles más bajos. Entonces, ahí, particularmente, en el

año 24 el nivel es bastante más bajo de lo que nosotros teníamos previsto en ese momento. Teníamos 63,8, pero igual, el ubicarse por debajo del 60% en ambos ejercicios, junio y octubre, se logra en el año 25.

Entonces, qué tenemos ahí, básicamente, entre años, aquí ya no comparemos ejercicio octubre, ejercicio julio, sino qué pasa entre el 2023 y el 22 y el 24 y el 23 es una menor, una caída en la relación de deuda PIB, en el caso del año 2023, estamos hablando de una caída de 1,2 puntos porcentuales y algo, ligeramente, más alto de caída en el año 2024, por efecto de mayor PIB. Voy a empezar por debajo, que desordenada, pero por efecto denominador sí tenemos en ambos años el efecto de mayor PIB es importante, son 3,4 puntos de lo que le hace a la razón deuda/PIB en el año 23, explicado, en buena medida, por efecto volumen y son un poco más de 4 puntos en el 2024, que explica esta caída en la razón.

Estos efectos son, en ambos años, parcialmente compensados por un saldo de deuda que crece, pero crece a un menor ritmo que lo haría el PIB. Entonces, en el año 23, todavía tenemos una deuda que crece 8 puntos, 8,4 pero ese efecto se ve parcialmente compensado por el efecto valoración de tipo de cambio de 6,2 que trae el saldo de deuda a la baja, y, en el año 24 lo que domina es el incremento en el saldo de deuda.

Básicamente, ese es el análisis contable de esta razón deuda/PIB.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Betty. Yo tengo una pregunta aquí, no sé si usted conoce si el Ministerio de Hacienda tiene estimaciones ya de si ha habido un... a ver, cómo se llamará, la tasa de interés promedio, si habrá bajado en estos años o si todavía, es decir, para medir el efecto de deuda cara por deuda barata que decían ellos, entonces, se debería reflejar ahí.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí. Esteban, más adelante, lo que pasa es que está como de las filminas que están detrás de la contraportada, no sé si podemos ir a esos supuestos.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

No se preocupe, cuando sea el momento apropiado. Muchas gracias.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Bueno, sí señora. Entonces, ahí le mando el costo de la deuda apenas lo tenga. Podemos volver, entonces. Bueno, en agregados monetarios y crédito esto... la revisión que se hace es al alza, tanto en liquidez como en el crédito del sector privado consecuente con una economía que crece a un mayor ritmo. Entonces, en ambos años, en el caso de la liquidez estamos ajustando al alza, 4,4 puntos porcentuales en ambos años. Entonces, ubica las tasas de crecimiento de la liquidez, esto es interanual, al término de cada uno de los años alrededor del 7,5 % en cada uno de los años.

En el caso del crédito ajusta y particularmente, el ajuste es mayor en el año 24 y aquí tenemos un supuesto detrás de la composición del crédito, estamos suponiendo, bueno, para que termine el año con tasas de crecimiento en colones del 6% y de 9% en moneda extranjera. Esto significa una ligera desaceleración con respecto a lo que observamos hasta el mes de setiembre y estamos suponiendo que la transmisión de las tasas de interés... de los movimientos en tasa de interés de la TPM, particularmente, a las tasas en moneda nacional, se transmite a las tasas activas y, entonces, eso genera un desincentivo para contratar crédito, con una relativa estabilidad en tipo de cambio, genera un incentivo hacia las operaciones en colones.

Entonces, este supuesto de cambio de composición o tal vez, frenar un poco el proceso de dolarización que hemos venido viendo en el año 23. Pero eso es un supuesto con base en consideraciones de transmisión de la Tasa de Política Monetaria hacia las tasas en moneda nacional. Básicamente, es lo que tenemos acá en la parte monetaria. Bueno, no sé si Alonso para....

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

No, tal vez, Evelyn sí.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Okey.

SRA. EVELLYN MUÑOZ SALAS:

No, aquí un comentario muy breve. La actualización de las proyecciones de inflación y el análisis de riesgo, tal vez, lo podemos discutir más ampliamente en el apartado de análisis de política, pero, aquí estamos incorporando la misma información que tenemos disponible a este momento. ¿No sé si están de acuerdo en que ampliemos sobre esto más adelante?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Simplemente, doña Evelyn, aquí lo que observo es, ¿se adelanta un trimestre los ingresos a los flujos de tolerancia?

SRA. EVELLYN MUÑOZ SALAS:

No, señor. Se mantienen para el segundo del año 2024.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿En ambos?

SRA. EVELLYN MUÑOZ SALAS:

En ambos, en ambos casos, tanto la inflación general como la inflación subyacente.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Más bien, en la vez anterior, casi, casi entraba en el primero, tal vez, se pospone un poquito por los resultados más recientes que tenemos de inflación que se está incorporando en la proyección para este último trimestre del 23, pero se mantiene muy parecido.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

O sea, uno lo que ve es una inflación muy similar en cuanto a los niveles al último informe, con los riesgos cargados un poquito hacia el alza, ¿es así?

SRA. EVELLYN MUÑOZ SALAS:

En realidad, vamos a ver, sí es una inflación, en general, inferior a la que estábamos proyectando, incluso si la comparamos con lo que trajimos para la reunión de política de setiembre. Precisamente, porque la revisión, la nueva información que vamos a ver más adelante, que nos facilita el INEC para afinar las proyecciones del cuarto trimestre del 23, nos obligan a revisar a la baja, sobre todo, en el corto plazo. Estamos hablando del cuarto trimestre 23, primero del 24, en esos dos trimestres tenemos los riesgos inclinados a la baja. Es decir, que estamos viendo que hay una mayor probabilidad de que estemos por debajo del dos. Sin embargo, ya hacia el mediano plazo los riesgos, más bien, se están, inclinados al alza, a mediano plazo y a final del horizonte de

1 protección. En términos generales, eso era lo que nos da el panorama de las proyecciones de
2 inflación.

3
4 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

5 Perfecto, continuemos.

6
7 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

8 Entonces, para concluir en esta sección del Informe de Política Monetaria, hay que consolidar el
9 mensaje, bueno, ya está bien consolidado, pero reforzar lo del compromiso de la institución con la
10 estabilidad de precios, como pilar fundamental de la estabilidad macroeconómica y reiterar que la
11 meta de inflación de mediano plazo es 3%, con un rango de tolerancia alrededor de esa meta de un
12 punto porcentual.

13
14 Como mensaje de la gestión de la política monetaria, lo que se dice en el informe es que se le da
15 seguimiento y análisis prospectivos de los determinantes de inflación para aplicar oportunamente
16 los ajustes requeridos de la Tasa de Política Monetaria y eso es un mensaje que se refuerza en cada
17 una de las decisiones que toma el Banco con respecto a este indicador.

18
19 Tiene que haber una gestión activa de la liquidez para reducir esos excesos de liquidez y evitar que
20 la persistencia genere riesgos inflacionarios adicionales, esto en particular, en el contexto actual en
21 el que nos encontramos, es importante porque tenemos una participación activa en el mercado
22 cambiario que, por ese lado genera liquidez en la economía y hay que gestionar esa liquidez de una
23 manera en la que se mejore la calidad de cómo está administrada esa liquidez, especialmente, para
24 llevarla a plazos más largos y que no esté a un día plazo como se observa últimamente.

25
26 Hay que continuar con la mejora en la comunicación sobre el desempeño macroeconómico, las
27 decisiones de política, creo que eso es una labor transversal en todo el Banco que tenemos que
28 hacer, pero, especialmente, para las decisiones de política.

29
30 En el mercado cambiario, seguimos participando para atender las necesidades propias y el sector
31 público no bancario y discutimos algunos detalles de cómo vemos hacia el cierre del 2023 esta
32 participación, especialmente, tomando en cuenta estas ventas que habría de Hacienda y cómo se va
33 a participar en el mercado cambiario en adelante. Eventualmente, continuar con el análisis de
34 eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento del mercado cambiario y que
35 contribuyan con un proceso eficiente de formación de precios. Este también es uno de los mensajes
36 que nos ha transmitido el Fondo, que ven con buenos ojos el progreso en esa dirección, pero, son
37 cosas que ya venimos trabajando en el Banco de antes. Con esto, concluimos la parte de la
38 presentación del Informe de Política Monetaria.

39
40 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

41 Muy bien. La vez pasada había una conclusión, don Jorge hizo un resumen, entiendo que, en la
42 presentación, Betty, pudo tratar de capturar los mensajes de don Jorge, ¿es así?, es una de las cosas
43 que nos llevamos la semana pasada.

44
45 Vean compañeros, si no hay... la mecánica es esta, es un informe que todavía está en proceso, al
46 informe habrá que actualizarlo, puede que haya que actualizarlo, puede que no, con lo que... con
47 la decisión que se va a tomar en los próximos minutos sobre tasa de política.

48
49 Hubo... Betty, cuéntenos cómo están los planes de publicación y demás, a ver, para...
50

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

No sé si les paso a Alonso para... o quiere Alonso que... no sé.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Tal vez, un primer detalle, quedaba pendiente de enviarles unas piezas adicionales de información del Informe de Política Monetaria, esperamos enviarles el último recuadro que falta el día de hoy y les pedimos disculpas por haberlo enviado tarde el lunes, perdón...

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Mañana, el recuadro.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Perdón, sí, mañana temprano, perdón, mañana temprano, porque hoy estamos con el acuerdo. Las disculpas del caso de haber enviado el borrador el lunes tarde cuando habíamos hecho todo el propósito de enviarlo durante el día el lunes, pero, ciertamente, hay muchas cosas en marcha.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Cosas nuevas.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Lo que se va a discutir ahora, tuvo su costo, en términos de tiempo y preparación sobre el proyecto de ley, entonces....

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Claro, sí, de acuerdo, o sea, y también, la visita del Fondo es, especialmente, demandante en términos de tiempos de la gente que tiene que asistir a las reuniones.

Ahora, si nos pudieran enviar los comentarios, Betty, habíamos dicho que si se pudiera el viernes a mediodía nos facilitaría bastante el trabajo, pero también, para darles el espacio para que lo puedan ver con calma y, la idea sería tenerlo listo el martes, pero yo creo que es conveniente postergar la publicación lo más tarde del martes, no, porque no esté listo, sino para darle el espacio de que la conferencia de prensa que ocurre el miércoles en la tarde pueda tener la atención que amerita. La conferencia sería el miércoles 1° de noviembre a las tres de la tarde. No sé, Betty, si había que complementar con alguna otra información.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

No, yo creo que no.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Hay que... bueno, dar espacios a los comentarios y después de los comentarios, esto requiere una nueva aprobación formal, ya no es dar recibido, sino aprobar y, obviamente, incorporar cualquier cosa que a ustedes les parezca pertinente que se requiere incorporar.

Doña Marta.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Perdón, la decisión de política hay que incorporarla, lo siguiente que....

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Habría que incorporarlo, obviamente.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Hay que incorporarla en el documento.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

No, Róger, que yo ya tengo algunas observaciones, no me ha dado tiempo de terminar el documento, yo espero terminarlo hoy y enviar las pequeñas observaciones, que son más de forma, para que lo incorporen en el documento, pero eso implicaría que tenemos que aprobarlo hoy, el informe, ¿cierto?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, claro. Sí, la aprobación es un acto de, entre otras cosas, de autoridad de ustedes, pero también a la vez de confianza en el sentido que, se aprueba los mensajes fundamentales, los números que se han dicho, eso no se va a cambiar, pero que se nos dé la flexibilidad, en este caso, a la Presidencia de introducir los cambios que correspondan para... yo no esperaría, introducir muchos cambios, pero, como se ha hecho otras veces que hay una redacción final que es responsabilidad de la Presidencia.

¿Estaríamos de acuerdo con eso? Los veo muy calladitos. Ya están votando, ¡votemos!

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Sí, de acuerdo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Jorge, doña Marta, doña Silvia, don Max, don Miguel. Como todo acuerdo requiere la firmeza, entonces, los que estamos de acuerdo con la firmeza.

De nuevo, don Jorge, don Miguel, doña Marta, don Max y doña Silvia, también y, por supuesto, de mi parte. Entonces, aprobado el Informe de Política Monetaria del mes de octubre o al mes de octubre de 2023 y para su próxima publicación el 31 de octubre y que se llevará una conferencia de prensa el 1º de noviembre a las tres de la tarde. ¿Algún comentario? Si no, pasemos al siguiente asunto que es de la...

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Don Róger, sólo tenía la consulta de si se aprobó en firme.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Se aprobó en firme, sí”.

Analizado el tema, la Junta Directiva, con base en lo expuesto por la División Económica, la División Gestión de Información, así como en los comentarios y observaciones hechos en esta oportunidad,

dispuso en firme:

aprobar el Informe de Política Monetaria a octubre de 2023, cuyo texto se inserta más adelante, de conformidad con lo establecido en el literal b, artículo 14, de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*, Ley 7558:

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA OCTUBRE 2023

El régimen de política monetaria del Banco Central de Costa Rica

La política monetaria comprende el conjunto de acciones que toma un banco central para influir sobre la cantidad de dinero disponible en la economía (y sobre las tasas de interés), con el fin de promover la estabilidad de los precios.

En el caso de Costa Rica, las disposiciones en materia de política monetaria se rigen por lo establecido en la Ley 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. De acuerdo con su artículo 2, el Banco Central orienta sus acciones de política monetaria al logro de una inflación baja y estable como objetivo principal. En enero del 2018, el BCCR adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹; sin embargo, desde años antes implementaba, de hecho, este esquema monetario.

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

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

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, dado que las medidas de política monetaria toman tiempo para transmitirse a la economía y tener el efecto esperado sobre la inflación, éstas se fundamentan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para indicar el tono de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM), la cual se revisa de conformidad con un calendario aprobado por la Junta Directiva a inicios de cada año, que se hace de conocimiento público con antelación. Así, la TPM y la política monetaria en general se ajustarán de forma tal que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses se oriente a la meta de 3%.

Los análisis efectuados por el BCCR para tomar sus decisiones de política monetaria son informados a la sociedad por medio de comunicados y documentos analíticos. Entre ellos está el Informe de Política Monetaria el cual se publica cuatro veces al año, al término de enero, abril, julio y octubre. Este informe analiza la coyuntura macroeconómica, detalla las acciones de política monetaria aplicadas por el Banco Central y presenta las proyecciones de esta entidad para la inflación y la producción.

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

PRESENTACIÓN

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

En un escenario internacional con nuevas fuentes de incertidumbre debido al agravamiento de los conflictos geopolíticos, la economía costarricense muestra un desempeño positivo en las principales variables macroeconómicas.

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

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

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

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

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

Estos resultados han sido reconocidos por las agencias calificadoras internacionales, que mejoraron recientemente la calificación de la deuda soberana costarricense. Standard & Poors la aumentó de B a B+ en febrero y el 27 de octubre nuevamente la ajustó a BB-; de igual modo, en marzo Fitch Ratings la modificó de B a BB-. Esta mejora abre la posibilidad de reducir la tasa de interés que los ahorrantes del resto del mundo solicitarán por las colocaciones futuras de títulos en los mercados internacionales, lo cual a su vez refuerza el proceso hacia la sostenibilidad fiscal.

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

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

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

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

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica

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

En este complejo entorno, el proceso de desinflación de la economía global continuó en el tercer trimestre del presente año, aunque la incertidumbre sobre la evolución futura del precio de la energía, en particular del petróleo, hace prever que la inflación se mantendrá en niveles elevados por un tiempo más prolongado. Hay diferencias entre países en el ritmo de desinflación; en Estados Unidos y, especialmente, en la zona del euro, la inflación muestra mayor persistencia, mientras que

1 en algunas naciones latinoamericanas la desaceleración de la inflación ha sido más notoria y, en
2 los principales países asiáticos se ha mantenido en niveles bajos, incluso cercanos a cero en China.

3
4 Debido a ello, algunos países, principalmente avanzados, continúan con incrementos en sus tasas
5 de interés de política monetaria, mientras que otros han hecho una pausa condicionada o bien han
6 empezado a reducir esta referencia.

7
8 En el contexto anterior, la actividad económica mundial se ha desacelerado, aunque los indicadores
9 de corto plazo dan señales mixtas. Particularmente, en Estados Unidos el mercado laboral continúa
10 con señales de fortaleza y en China la producción industrial en agosto aceleró su tasa de expansión
11 y se moderaron las caídas interanuales de las cifras de comercio exterior, lo cual es interpretado
12 por analistas internacionales como un indicio de estabilización.

13
14 En meses recientes la volatilidad de los mercados financieros internacionales aumentó, luego de
15 una relativa calma, debido a la incertidumbre generada por los problemas de deuda en Estados
16 Unidos, los conflictos geopolíticos antes mencionados, la elevada inflación en algunas economías
17 y las políticas monetarias restrictivas, que podrían mantenerse por un tiempo mayor al previsto
18 hace un año.

19
20 En el futuro cercano hay dos aspectos del entorno internacional que preocupan a diversos analistas,
21 uno es la evolución que pueda tener el enfrentamiento armado entre Israel y el grupo Hamás, y en
22 particular, el impacto que tendría en los precios del petróleo si más países se suman a ese conflicto.
23 Otro es el elevado nivel de deuda que presentan muchos países, entre ellos Estados Unidos, que
24 bajo ciertas condiciones podría derivar en una crisis de deuda, con implicaciones negativas sobre
25 los mercados financieros y la economía global.

26
27 En Costa Rica, durante el tercer trimestre del 2023 su indicador de inflación general mostró
28 deflación (inflación negativa), mientras que la inflación subyacente se mantuvo en valores
29 positivos, aunque relativamente bajos, por lo que ambos indicadores se ubicaron por debajo del
30 límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.).
31 Particularmente, en setiembre la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de -2,2%
32 y la del promedio de los indicadores de inflación subyacente de 0,5%.

33
34 La reducción de la inflación general tan acentuada en el tercer trimestre del año en curso fue
35 prevista en los IPM de abril y julio pasados y estuvo determinada, en buena medida, por la
36 disipación de los choques de oferta que impulsaron el incremento de la inflación en el 2022, y que
37 se ha manifestado en un comportamiento a la baja en los precios de los alimentos, combustibles y
38 servicios de transporte marítimo en el mercado internacional. Asimismo, hubo factores internos
39 que influyeron en este comportamiento, entre ellos las medidas restrictivas de política monetaria,
40 la presencia de un efecto base debido a que el choque inflacionario del 2022 se manifestó con
41 mayor fuerza entre febrero y agosto de ese año y, la apreciación del colón desde julio del año
42 pasado.

43
44 La actividad económica mantuvo su dinamismo en el tercer trimestre del año en curso. En este
45 lapso, el PIB en volumen creció a tasa interanual de 5,6%, ligeramente inferior a la del trimestre
46 previo, pero superior en 1,8 puntos porcentuales (p.p.) a la de igual periodo del 2022. Además, en
47 este IPM se revisó al alza el crecimiento de los dos trimestres previos en 0,4 y 0,9 p.p.
48 respectivamente, con respecto a las cifras publicadas en julio pasado.

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

7
8 En línea con la evolución de la producción, los indicadores del mercado laboral han mejorado: las
9 tasas de desempleo y subempleo son menores, los salarios reales en general han crecido (el
10 comportamiento es diferenciado entre grupos) y el empleo formal aumentó; sin embargo, la tasa
11 de ocupación se ha estancado y la tasa de participación continúa a la baja.

12
13 A setiembre continuó la generación de superávit primario en el Gobierno Central, lo que apoya el
14 objetivo de procurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si bien tanto el resultado financiero
15 como el resultado primario muestran un deterioro en relación con un año atrás, este responde, en
16 buena medida, al registro de ingresos extraordinarios en el 2022 por la aplicación de la Ley 9524.

17
18 Los buenos resultados fiscales se manifiestan en varios aspectos, entre ellos la disminución de la
19 razón deuda a PIB (3,1 p.p. con respecto a diciembre pasado) y la mayor confianza de los ahorrantes
20 sobre la capacidad del Gobierno para atender sus obligaciones, que ha permitido una reducción en
21 el costo marginal de la deuda y una menor prima por riesgo país.

22
23 Las operaciones con el sector externo también han mejorado en el 2023. En el tercer trimestre, el
24 déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó en 0,5 p.p. con respecto a igual
25 periodo del año previo. Lo anterior es consecuencia del aumento en los términos de intercambio,
26 principalmente por la baja en los precios internacionales de las materias primas, el buen desempeño
27 del turismo receptivo y de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca.
28 En este lapso, Costa Rica mantuvo el acceso al ahorro externo en niveles suficientes para financiar
29 la brecha en la cuenta corriente y fortalecer el acervo de activos de reserva.

30
31 Por último, el BCCR estima que el comportamiento de los agregados monetarios en el tercer
32 trimestre del 2023 no generará mayor inflación a futuro y no hay evidencia de dolarización del
33 ahorro financiero, a pesar de que el premio en colones se mantiene en torno a cero. Por su parte, el
34 crédito al sector privado ha registrado un impulso notorio en las operaciones en moneda extranjera
35 desde el cuarto trimestre del año pasado, consecuente con el encarecimiento relativo del
36 financiamiento en moneda nacional, dado el comportamiento de las tasas de interés y las
37 expectativas de variación cambiaria. Es importante el seguimiento cercano de esta variable por su
38 posible impacto sobre la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario.

39 **II. Acciones de política del BCCR**

40
41
42 En los primeros siete meses del presente año, la Junta Directiva redujo la TPM en cuatro ocasiones,
43 para un acumulado de 250 puntos básicos (p.b.), para ubicarla en 6,5%. Esta decisión se sustentó
44 en el análisis del comportamiento de la inflación y la evolución prevista para esta variable y sus
45 determinantes macroeconómicos, con base en el cual la Junta consideró que existía espacio para
46 propiciar una postura monetaria menos restrictiva.

47
48 El proceso de reducción de la TPM se detuvo en la reunión de setiembre, cuando la Junta Directiva
49 mantuvo esta referencia en 6,5%, con el objetivo de dar el espacio requerido para que las
50 reducciones aplicadas se transmitieran al resto de tasas de interés del sistema financiero. Sin

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

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

15 La alta disponibilidad de divisas permitió al Banco Central participar en el mercado cambiario
16 como demandante neto y con ello atender los requerimientos del Sector Público no Bancario
17 (SPNB) y fortalecer su posición de reservas. Dado lo anterior, el saldo de las reservas
18 internacionales netas (RIN) se ubicó al 27 de octubre en el equivalente a 124,2% del valor mínimo
19 adecuado según la metodología del FMI.

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

23 Los organismos financieros internacionales estiman que en el 2023 y el 2024 la actividad
24 económica mundial se desacelerará con respecto al 2022. Adicionalmente, prevén que la inflación
25 continuará a la baja, influida en buena medida por las políticas monetarias restrictivas, pero
26 convergería a los objetivos inflacionarios hasta en el 2025.

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

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

39 El FMI espera, además, que la inflación global disminuya de 8,7% en el 2022, a 6,9% en el 2023
40 y 5,8% en el 2024, aunque continuaría por encima de los objetivos establecidos por los bancos
41 centrales de las principales economías. Las políticas monetarias restrictivas y la disminución en los
42 precios internacionales de las materias primas influirían en la desaceleración de la inflación.

44 Para la economía nacional, en este informe el BCCR revisa al alza sus proyecciones de crecimiento
45 económico para el 2023 y el 2024, para ubicarlas en 5,0% y 4,3%, lo cual significa un aumento de
46 0,8 y 0,5 p.p., en ese orden, con respecto a la estimación presentada en julio pasado. Si bien el
47 crecimiento se asocia con un mejor resultado de la demanda interna en ambos años, se mantiene la
48 fortaleza de la demanda externa, que continúa como el principal motor de crecimiento en el 2023,
49 para el 2024 influiría principalmente la demanda interna.

1 En el bienio 2023-2024, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría, en
2 promedio, en 2,2% del PIB, por debajo del valor registrado en el 2022 (3,6% del PIB). Esta mejora
3 estaría determinada por el buen desempeño de las exportaciones, en particular de los regímenes
4 especiales, y por la reducción en la factura petrolera, coherente con el incremento previsto en los
5 términos de intercambio. En ambos años el déficit sería financiado con flujos externos de mediano
6 y largo plazo, y permitiría mantener el saldo de los activos de reserva dentro del rango que se
7 considera adecuado según la metodología del FMI.

8
9 El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían en correspondencia con el
10 crecimiento real de la actividad económica, la meta de inflación y el mayor grado de profundización
11 financiera que ha experimentado el país.

12
13 El aumento del crédito sería impulsado en el 2023 por colocaciones tanto en moneda nacional como
14 extranjera y en el 2024 principalmente por el crédito otorgado en colones, toda vez que se supone
15 que se revierte el proceso de dolarización relativa del crédito observado en los primeros nueve
16 meses del presente año.

17
18 Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, las finanzas públicas continuarían
19 en la senda hacia la sostenibilidad, con resultados primarios positivos de 1,6% y 1,9% del PIB y
20 déficits financieros de 3,4% y 3,0% del PIB en el 2023 y 2024, en el orden respectivo.

21
22 Por último, consecuente con lo indicado en el IPM de julio pasado, se estima que el choque
23 desinflacionario habría tenido su mayor impacto durante el tercer trimestre del presente año y que
24 tanto la inflación general como la subyacente retornarán al rango de tolerancia alrededor de la meta
25 durante el segundo trimestre del 2024.

26
27 La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas presentada en este
28 informe incorpora la mejor información disponible al momento, pero está sujeta a riesgos tanto
29 externos como internos.

30
31 Del entorno externo, los riesgos en materia de inflación se inclinan al alza, en tanto que los de
32 actividad económica a la baja. La persistencia de la inflación genera incertidumbre sobre la
33 magnitud y duración de la política monetaria restrictiva y su impacto en el crecimiento económico.
34 Este comportamiento se acentuaría por posibles alzas en los precios de materias primas ante la
35 intensificación de los conflictos geopolíticos y por el efecto de fenómenos relacionados con el
36 cambio climático, lo que causaría un impacto negativo adicional en la actividad económica.

37
38 A lo interno destaca, al igual que en el informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño.
39 Tampoco se pueden descartar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas
40 de variación cambiaria, lo cual se transmitiría a las expectativas de inflación. Este efecto podría
41 reforzarse ante precios de las materias primas superiores a los incorporados en este ejercicio.

42
43 En este contexto, la Junta Directiva del BCCR reitera su compromiso con la estabilidad de precios
44 como condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y, congruente con ello, mantiene la
45 meta de inflación en 3%, con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

46
47 Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis
48 prospectivo del comportamiento de la inflación y de sus determinantes, por lo que con base en este
49 análisis realizará los ajustes necesarios en la tasa de interés de referencia, en procura de que la
50 inflación se ubique en valores cercanos a la meta en el horizonte de su programación

1 macroeconómica. También con este propósito, procurará reducir los excesos monetarios, con el
2 fin de evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales, y gestionará la
3 liquidez activamente en el mercado de dinero.

4
5 En materia de política cambiaria, el BCCR participará en el mercado de divisas para atender sus
6 requerimientos y los del SPNB, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.
7 Además, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor
8 funcionamiento de este mercado y contribuyan al proceso de formación de precios.

9
10 Finalmente, consecuente con los esfuerzos para mejorar su comunicación con el público en general
11 y los mercados en particular, proveerá información y explicará los elementos relevantes de la
12 coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de política monetaria, cambiaria y del
13 sistema financiero, con el fin de contribuir con un proceso informado de construcción de
14 expectativas que facilite la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario.

15 16 **CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA**

17
18 *Seguidamente se presentan los principales hechos de la coyuntura macroeconómica externa y*
19 *nacional que determinan el contexto en el cual el Banco Central de Costa Rica aplica su política*
20 *monetaria.*

21
22 *En el entorno externo, el proceso de desinflación continuó, pero la inflación aún es elevada y*
23 *el componente subyacente ha mostrado mayor rigidez a la baja. Debido a ello, algunos países,*
24 *principalmente avanzados, continúan con incrementos en sus tasas de interés de referencia,*
25 *mientras que otros han hecho una pausa condicionada o bien ya reducen esta referencia; no*
26 *obstante, aclaran que su política monetaria aún es restrictiva. En este contexto, la actividad*
27 *económica mundial se ha desacelerado. En meses recientes, la volatilidad en los mercados*
28 *financieros internacionales aumentó en medio de una alta incertidumbre asociada a los*
29 *problemas de deuda en Estados Unidos, tensiones geopolíticas, la elevada inflación en muchas*
30 *economías y las políticas monetarias restrictivas que, según las principales autoridades*
31 *monetarias, podrían mantenerse por más tiempo.*

32
33 *En el ámbito local, la actividad económica mantuvo un ritmo relativamente alto de crecimiento*
34 *en el tercer trimestre y la tasa de desempleo bajó, en un contexto de menor participación laboral.*
35 *Además, en términos interanuales continuó la reducción del déficit de cuenta corriente de la*
36 *balanza de pagos. Por su parte el desempeño fiscal mantiene la generación de resultados*
37 *primarios positivos, que apoya la gradual reducción de la relación deuda pública (como*
38 *proporción del PIB) en el mediano plazo. El crédito al sector privado muestra un crecimiento*
39 *moderado y se estima que el comportamiento de los agregados monetarios en lo transcurrido*
40 *del año no generará presiones inflacionarias en el horizonte del ejercicio de proyección*
41 *realizado. Por último, la inflación general siguió en valores negativos interanuales, pero la*
42 *evidencia sugiere que setiembre fue un punto de inflexión y que en el futuro cercano*
43 *observaremos inflaciones mensuales positivas.*

44 45 **1.1 Economía internacional**

46
47 *La desaceleración de la inflación continúa a ritmos diferentes entre países y, en general, aún*
48 *supera la meta definida por sus bancos centrales.*
49

1 La inflación mundial continúa desacelerándose, aunque el proceso de ajuste difiere entre países y,
2 además, se mantiene por encima del objetivo de varios bancos centrales (Gráficos 1.A y 1.B). En
3 Estados Unidos, la inflación general se ubicó en setiembre en 3,7% (igual que el mes precedente)
4 y la subyacente en 4,1%². En la zona del euro esos indicadores se ubicaron en 4,3% y 4,5%, en el
5 orden indicado³ (5,2% y 5,3% en el mes previo). En América Latina la desaceleración de la
6 inflación en algunos países ha sido más notoria⁴, mientras que en los países asiáticos dicha variable
7 continúa en niveles bajos. Por ejemplo, en China la inflación interanual fue nula en setiembre (0,1%
8 en el mes previo), en tanto que la de Japón fue de 3,0% (3,2% en agosto).

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

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

27 No obstante, el precio del petróleo se ha mantenido por debajo del promedio registrado en el 2022
28 (*USD* 94,4). El precio promedio del barril de petróleo WTI cerró en setiembre en *USD* 89,1, lo que
29 significó un aumento de 9,4% con respecto a la cotización promedio de agosto (*USD* 81,4) y de
30 18,9% en comparación con el precio promedio del primer semestre del presente año (*USD* 74,9).
31 En octubre el precio medio del barril fue de *USD* 86, lo que representa una disminución de 3,5%
32 con respecto al de setiembre.

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

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

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

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

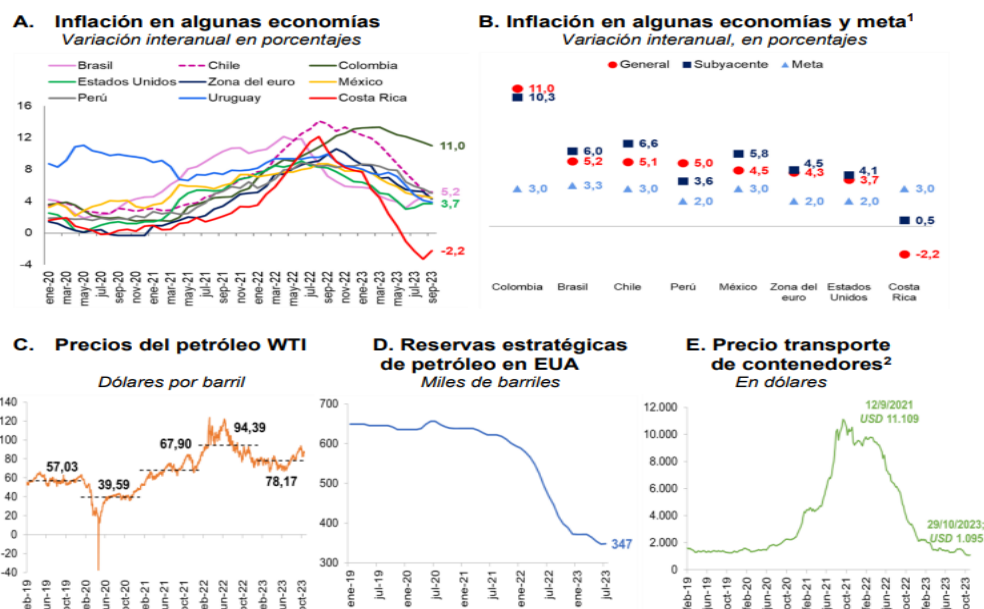
⁵ Las reservas estratégicas de petróleo actúan como un acervo de emergencia que se puede utilizar en caso de turbulencias en el mercado petrolero (crisis económica, desastre natural o guerra). La liberación de estas reservas puede tener un impacto a corto plazo en los precios, más no así a largo plazo,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

⁶ Este episodio inició el 7 de octubre del 2023.

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

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

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales



¹Inflación de setiembre del 2023.

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

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

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

En su reunión del 19 y 20 de setiembre, el Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo el rango de la tasa de interés de referencia en 5,25% y 5,50%. En esta decisión consideró el crecimiento sólido de los indicadores de actividad económica, la fortaleza del mercado laboral y el nivel todavía elevado de la inflación. Debido a

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

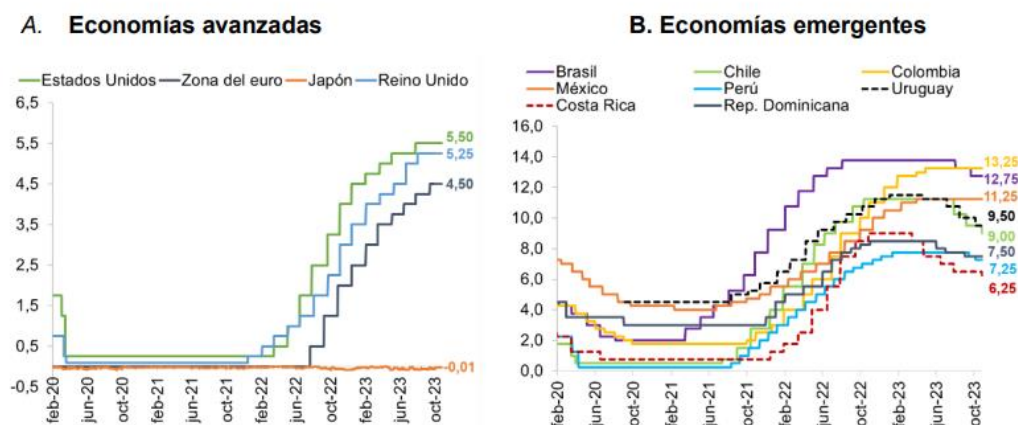
⁸ El propósito de esta medida fue asegurar la disponibilidad del producto y contener el alza de los precios locales, ya que el comienzo tardío de las lluvias monzónicas ocasionó daños en su cosecha.

ello, no descartó nuevas alzas en la tasa de interés hacia finales de año y la permanencia de tasas altas por un periodo mayor al previsto.

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

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

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



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

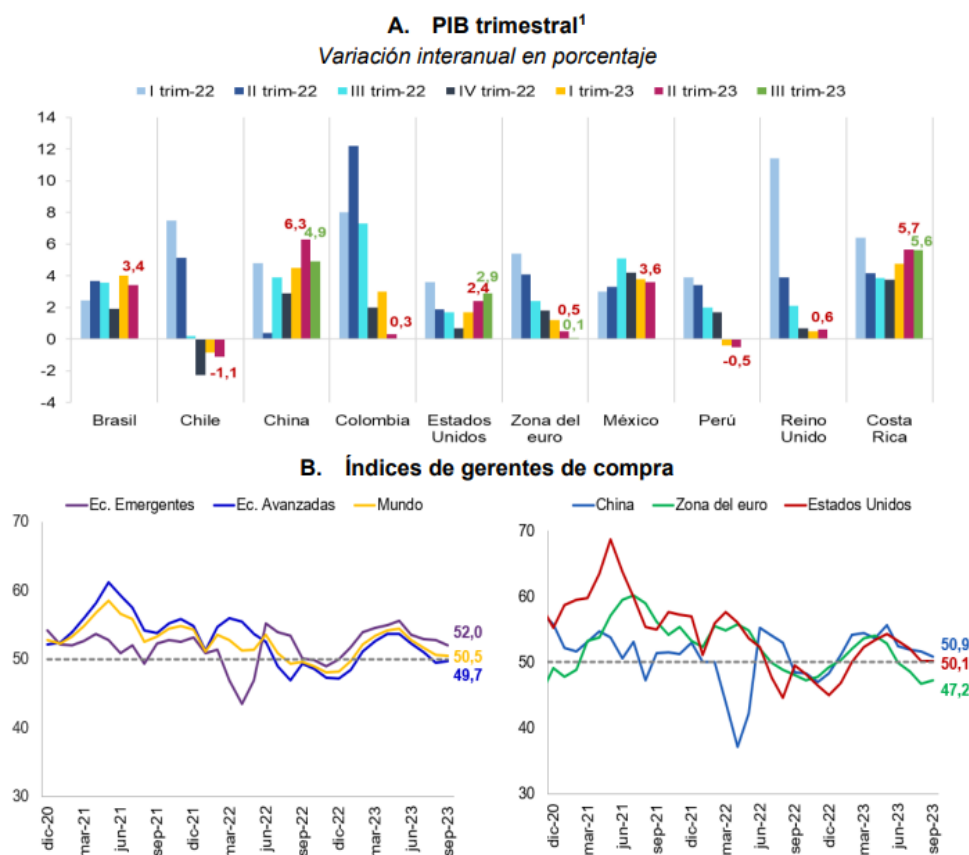
La desaceleración de la actividad económica global se acentuó con respecto a lo previsto en el IPM de julio. Las perspectivas capturadas en los indicadores adelantados de corto plazo para las principales economías del mundo muestran señales mixtas.

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

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

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

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías



¹Para Costa Rica se utiliza la T(1,4) de la tendencia ciclo.

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

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

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

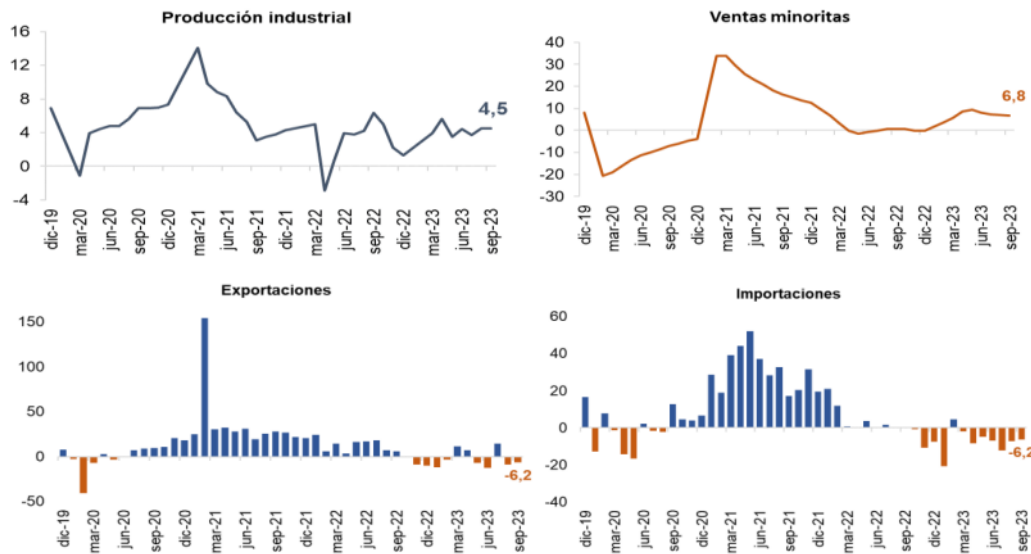
En China, la producción industrial creció en setiembre 3,7% (igual que en agosto), mientras que el crecimiento de las ventas minoristas mostró una ligera merma (de 7,0 % en agosto a 6,8%, Gráfico 4). Por otro lado, las caídas interanuales de las cifras de comercio exterior, con valores de dos dígitos en meses anteriores, se moderaron y en setiembre disminuyeron en 6,2% (tanto

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

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

exportaciones como importaciones), lo cual es interpretado por algunos analistas internacionales como un indicio de estabilización.

Gráfico 4. Indicadores de corto plazo de China
Variación interanual

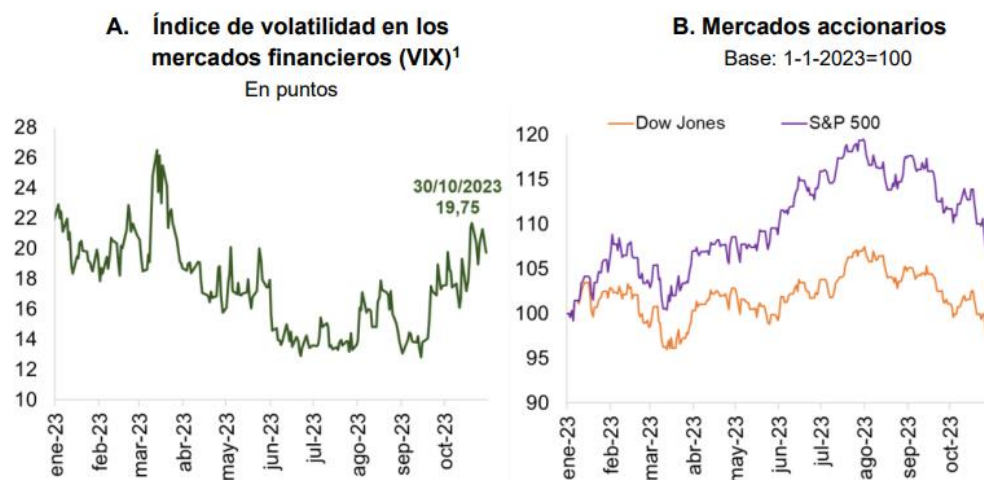


Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg.

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

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

Gráfico 5. Indicadores de mercados financieros internacionales



¹Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, mientras que inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.
 Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 30 de octubre del 2023.

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

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

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

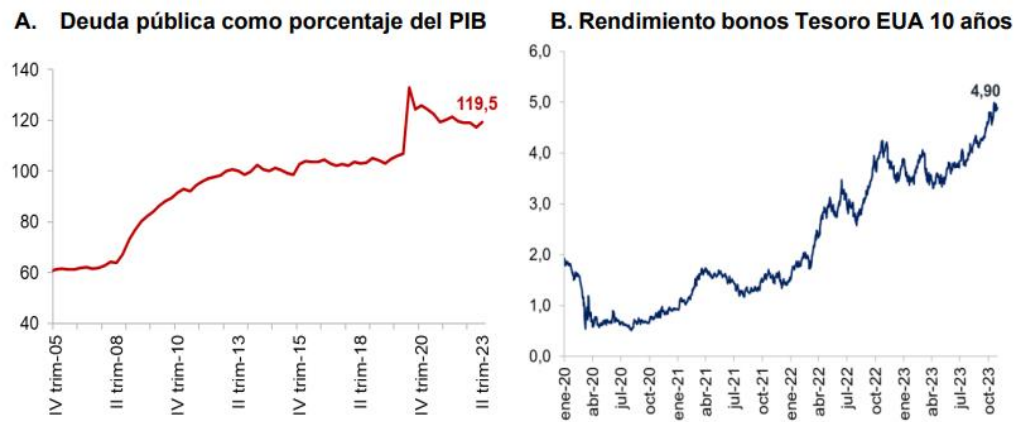
En el caso específico de Estados Unidos, el problema radica en si podrá colocar toda su deuda. Esto debido tanto a la presión que generan las altas tasas de interés, como consecuencia de la política monetaria restrictiva, como por la menor demanda por dichos títulos, ya que algunos países redujeron su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

Cabe señalar que la menor demanda de esos títulos está asociada a una tendencia a la desdolarización de la economía mundial y la diversificación de divisas que se usan en el comercio

¹³ “La deuda mundial reanuda su tendencia ascendente”, 13 de setiembre del 2023.

que, a su vez se relaciona con la tendencia hacia una fragmentación de la economía mundial en bloques separados.

Gráfico 6. Deuda pública en Estados Unidos



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

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

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

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

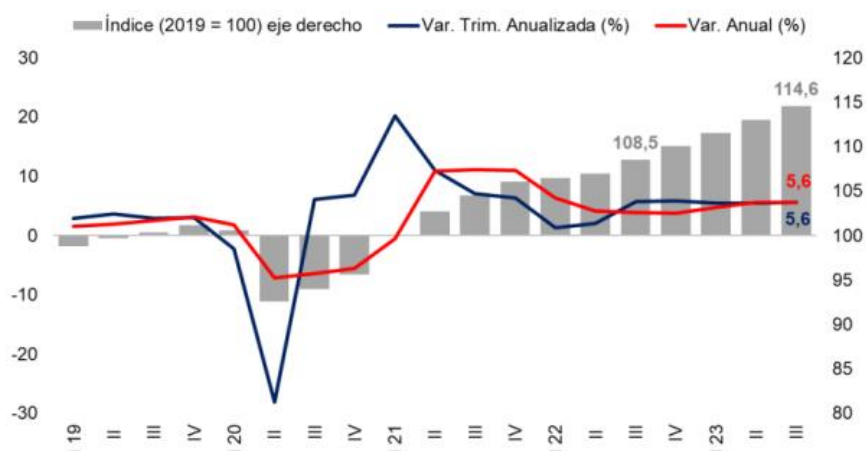
1.2 Economía local: actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas

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

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

La variación trimestral anualizada del tercer trimestre (5,6%) es similar a la de los dos trimestres previos (5,5% en promedio)¹⁴, lo cual es un indicio del sostenido buen desempeño de la producción.

Gráfico 7. PIB trimestral en volumen (tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

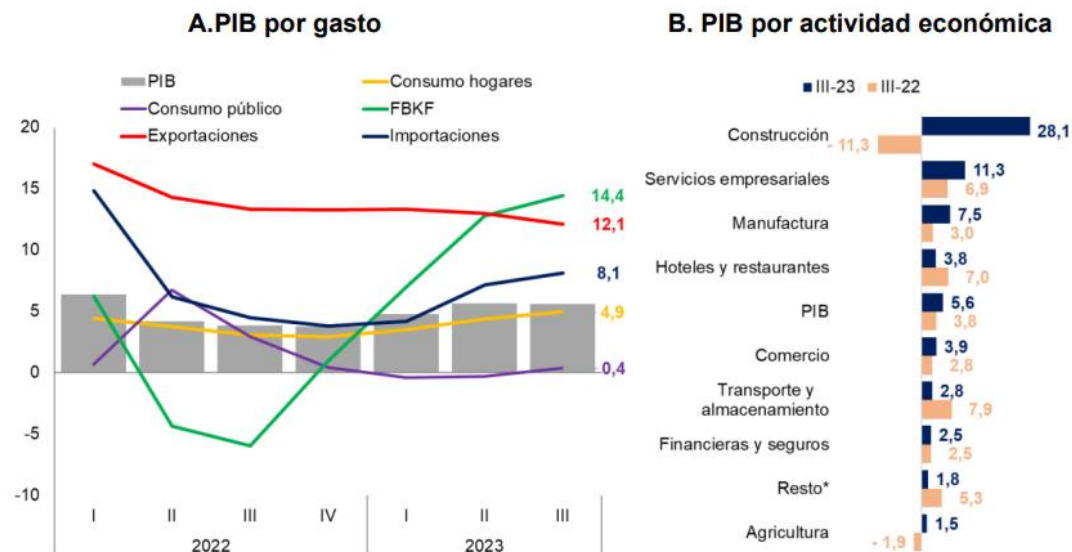
En la manufactura, el crecimiento continuó diferenciado según régimen de comercio. Mientras la producción de las empresas de régimen especial sigue con un desempeño positivo (16,6%), las del régimen definitivo (0,8%) muestran una mejora con respecto a los trimestres previos, en productos alimenticios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

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

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

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

Variación interanual en porcentajes



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

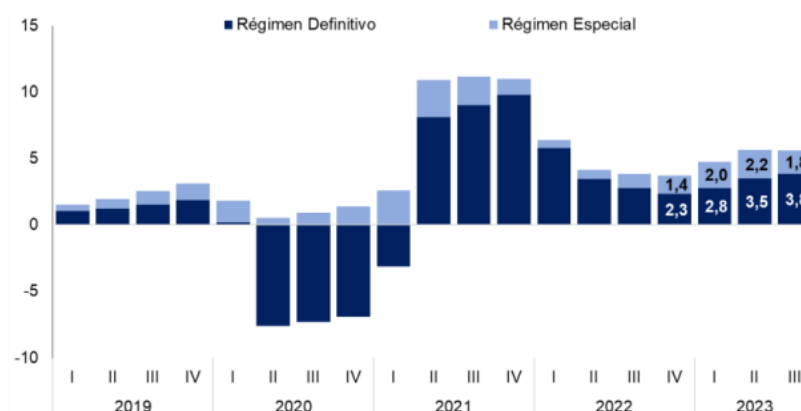
Acorde con la evolución del consumo privado, la actividad comercial denota, en particular, la mayor venta de vehículos, productos alimenticios y farmacéuticos y la recuperación en las ventas de productos alimenticios, materiales de construcción, de productos eléctricos y electrónicos. En lo referente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

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

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

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

Gráfico 9. PIB trimestral en volumen por régimen de comercio
Aporte a la tasa de variación interanual de tendencia-ciclo en puntos porcentuales



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

Recuadro 1. Cuentas nacionales distributivas

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

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

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

En el 2017 el BCCR participó en un primer ejercicio de medidas distributivas de los hogares costarricenses. Dicho ejercicio fue dirigido por el Banco Mundial y se sustentó en la metodología desarrollada por el EG-DNA¹⁹, por lo cual requirió la integración de los datos del SCN con fuentes de microdatos provenientes de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (Enigh)

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

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

1 y la Encuesta Nacional de Microemprendimiento de los Hogares (Enameh). Este estudio constituye
2 un aporte al análisis de este tema en el país, dado que las investigaciones previas se han enfocado
3 en la distribución del ingreso.

4
5 En junio del presente año el BCCR actualizó el ejercicio con cifras al 2018, año para el cual se
6 dispone de los últimos datos de la Enigh. Los resultados muestran desigualdades en el ingreso,
7 consumo y ahorro entre los hogares clasificados según quintil²⁰ de ingreso equivalente²¹, pues en
8 todas estas variables la mayor proporción está concentrada en el quintil 5, que incluye a los hogares
9 con los ingresos más altos. Esto confirma los hallazgos de otros estudios²² sobre la distribución del
10 ingreso basados en datos de encuestas.

11
12 Este recuadro presenta un resumen de los resultados para las tres variables antes mencionadas. Los
13 hogares se agruparon sobre la base del ingreso disponible ajustado por unidad de consumo
14 equivalente con el fin de tener en cuenta las diferencias en su tamaño y composición.

15 16 **Resultados del ingreso**

17
18 Los ingresos percibidos por los hogares provienen de alquileres, propiedad de empresas no
19 constituidas en sociedad (ingreso mixto), remuneración como empleados, renta de la propiedad y
20 transferencias. Asimismo, disminuyen debido al pago de impuestos (sobre el ingreso y la riqueza)
21 y a las contribuciones sociales.

22
23 Los componentes de los ingresos de los hogares costarricenses en el 2018 se muestran en el Cuadro
24 1.1. Todos los componentes evidencian un nivel relativamente alto de desigualdad, pero esta es
25 superior en la **renta de la propiedad**, en la cual la media del quintil 5 supera en alrededor de 5,3
26 veces a la media global en términos de unidades de consumo equivalente.

27
28 Probablemente, de mayor relevancia resulta la desigualdad observada en las **remuneraciones**,
29 dado que este componente representa cerca del 67% de los ingresos brutos totales de los hogares.
30 En este caso, la media del quintil 5 es 2,9 veces superior a la media global en unidades de consumo
31 equivalente. Asimismo, los hogares de mayores ingresos reciben en promedio una remuneración
32 21,1 veces superior a la que perciben los más pobres.

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

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

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

Cuadro 1.1. Componentes del ingreso disponible de los hogares en el 2018
En millones de colones y porcentajes/

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En forma congruente con las diferencias existentes en la distribución de las fuentes de ingreso, los hogares ubicados en el quintil 5 pagaron la mayoría (95%) de los **impuestos aplicados sobre el ingreso y la riqueza**²³. La relación de valor de dicho quintil en relación con la media global fue de 5,1 veces. De igual modo, los pagos de las **contribuciones sociales netas**²⁴ se concentraron en los hogares del quintil más alto, con un 57% del total, aunque en este caso se observa un aumento progresivo en la distribución porcentual según quintil.

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

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

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

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

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

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

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

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

Resultados del consumo y el ahorro

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

Cuadro 1.2. Gasto de consumo de los hogares según su finalidad en el 2018
En millones de colones y porcentajes

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

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

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

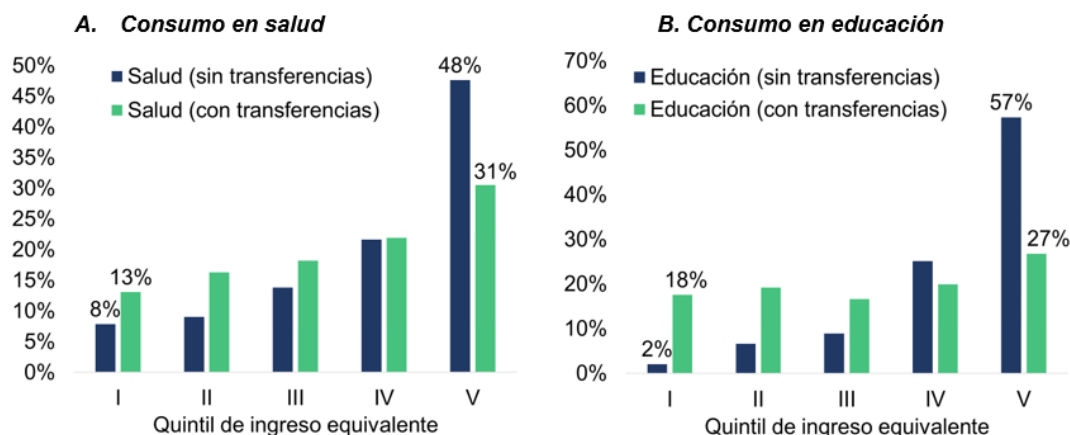
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

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

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

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica

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

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

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

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

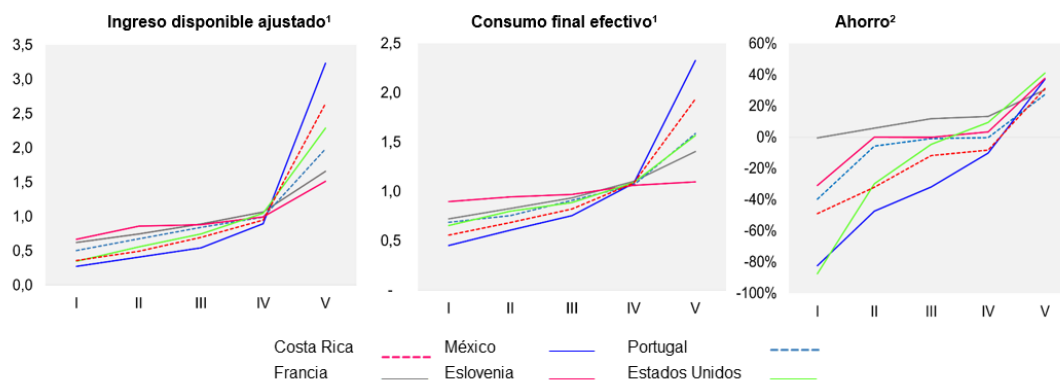
Asimismo, las cifras evidenciaron diferencias importantes entre países en el grado de desigualdad; particularmente, Costa Rica resultó ser el segundo más desigual (luego de México) en los dos primeros indicadores analizados en el año de referencia (Gráfico 1.2)³⁰. Dado que estos datos están ajustados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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

Consideraciones finales

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

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

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

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

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

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

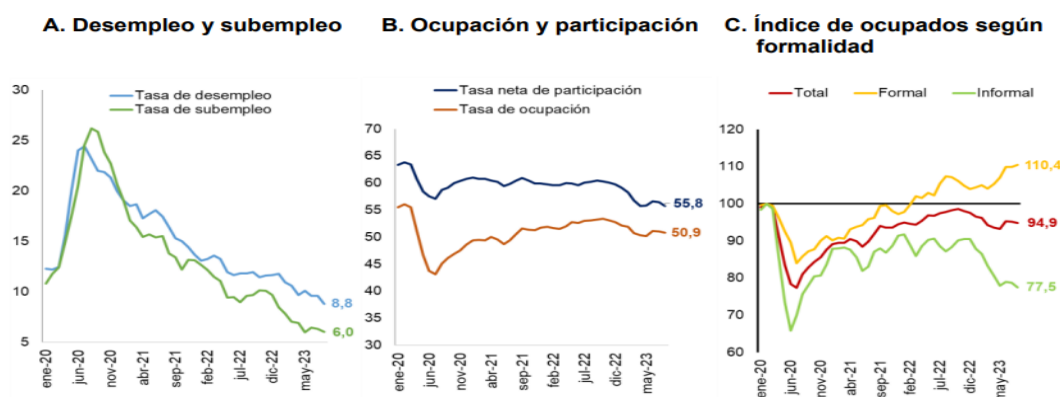
Una visión integral de la distribución del ingreso, consumo, ahorro y riqueza es relevante para mejorar el análisis de la desigualdad y el impacto de la política monetaria en las decisiones económicas de los hogares. Estas medidas contribuirían a mejorar el diseño de políticas más inclusivas y eficientes,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

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

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

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

Gráfico 10. Indicadores del mercado laboral.
En porcentajes



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

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

³⁴ Este indicador relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está compuesta por la fuerza de trabajo que no tenía empleo en la semana de referencia, aunque estaba disponible para participar en la producción de bienes y servicios, y buscó empleo. La fuerza de trabajo es el conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participó en la producción de bienes y servicios o estaba dispuesta a hacerlo; está conformada por la población ocupada y la desocupada.

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

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

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

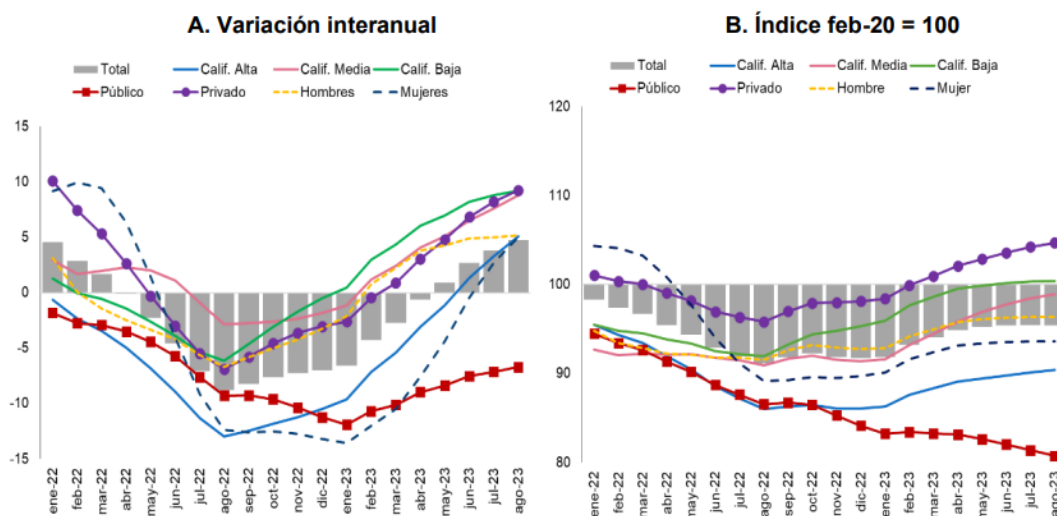
Desde la segunda mitad del 2022 el crecimiento interanual de los ingresos reales de los hogares se ha acelerado debido a la reducción en la tasa de inflación, aunque con diferencias según sexo, nivel de calificación y sector institucional en el que laboran.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

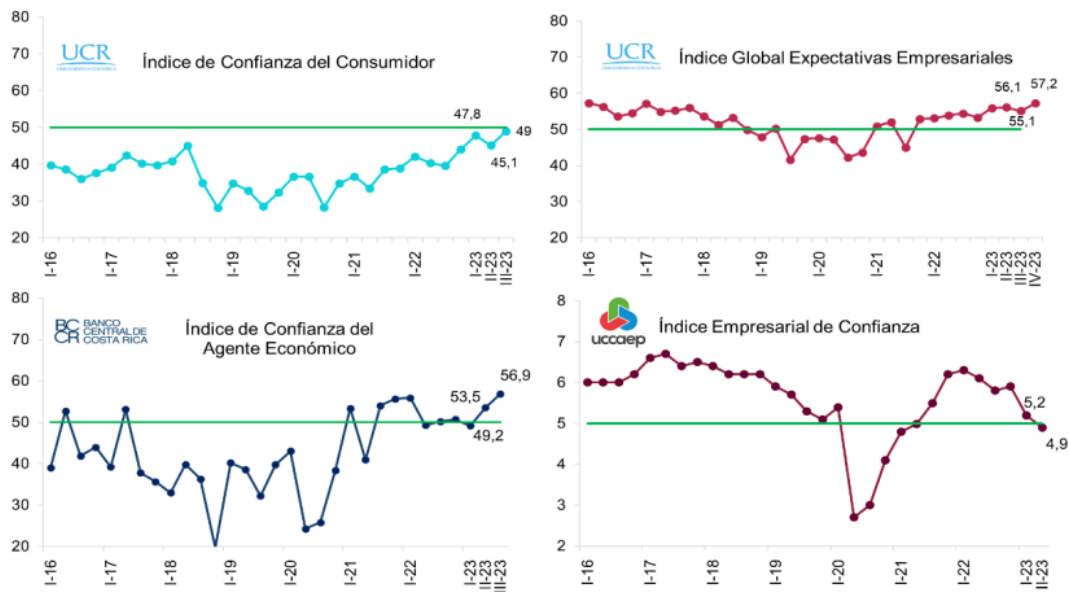
El Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Costa Rica presentó un repunte de 3,9 p.p. en el tercer trimestre de este año con respecto al previo, aunque aún se encuentra en terreno pesimista (Gráfico 12). Por su parte, el Índice de Confianza del Agente Económico³⁸, calculado por el BCCR,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

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

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

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

Gráfico 12. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios¹



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

^{1/}Cifras preliminares al III trimestre del 2023
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

Por último, los egresos netos por la retribución a los factores productivos representaron 1,7% del PIB, fundamentalmente por la renta de la inversión directa (reinversión de utilidades y repatriación de dividendos). Asimismo, los intereses de la deuda pública externa crecieron en este mismo lapso, comportamiento coherente con el mayor nivel de endeudamiento del país en un contexto de tasas de interés internacionales más altas.

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

El flujo de inversión directa representó 0,9% del PIB y constituyó, como ha sido usual en los últimos años, el componente más representativo del origen del financiamiento externo al sector

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

1 privado. Esta inversión fue canalizada principalmente a la industria manufacturera, en particular a
2 empresas de implementos médicos. De estos flujos sobresalió la reinversión de utilidades⁴¹, con
3 una participación del 65,8%.

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

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

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

17
18 La creciente inserción de la economía nacional en los mercados reales y financieros externos en
19 las últimas décadas ha propiciado un proceso de transformación de la estructura productiva del
20 país, entre ellas de la actividad exportadora de bienes. Esto último manifiesto en una diversificación
21 de los bienes exportados, de sus mercados de destino, así como del aprovechamiento de las cadenas
22 globales de valor.

23
24 En el contexto anterior, en el periodo 2012 a setiembre 2023 las ventas externas de bienes crecieron
25 a una tasa media anual de 7,1% y representaron 18,3% del PIB, aunque con diferencias según
26 régimen de comercio exterior⁴³. Así, mientras que en dicho lapso las exportaciones de bienes de
27 los regímenes especiales crecieron a una tasa media de 11,9%, las del régimen definitivo solo
28 aumentaron 1,9%. Como resultado de este comportamiento, a partir del 2015 las ventas externas
29 de este último régimen comenzaron a perder importancia dentro del total de exportaciones (Gráfico
30 2.1.A y 2.1.B) y también en términos del PIB⁴⁴.

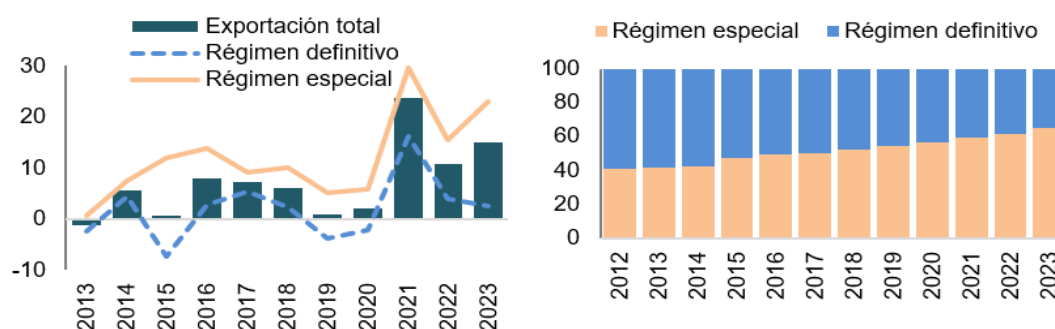
⁴¹ Cuya contraparte se contabiliza como un débito en la retribución a los factores de producción pertenecientes a no residentes (ingreso primario) de la cuenta corriente.

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

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

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

Gráfico 2.1. Exportaciones de bienes por régimen de comercio
A. Variaciones interanuales en porcentajes **B. Composición (porcentajes)**



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Consideraciones finales

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

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

⁴⁷ Véase al respecto el recuadro 1 del Informe de Política Monetaria de enero, 2023.

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

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

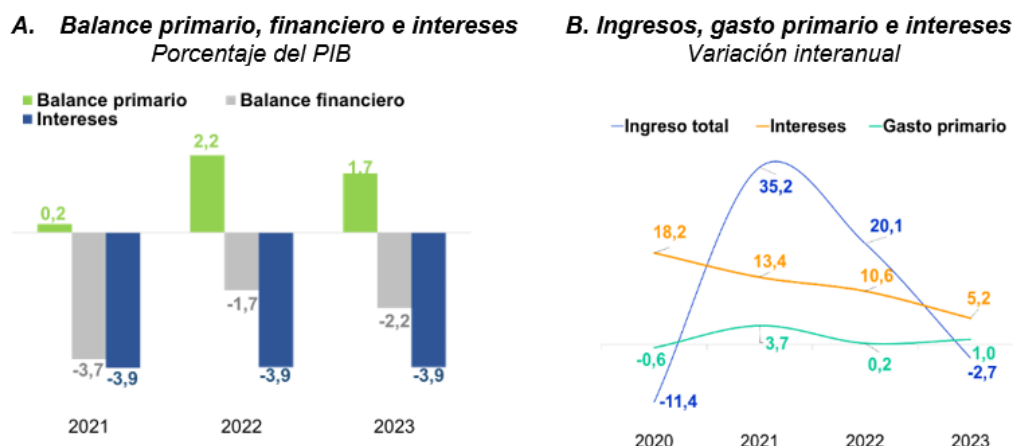
⁵⁰ Con respecto al empleo, según cifras disponibles al 2021, alrededor del 88% de los ocupados (1,8 millones) trabaja en empresas del régimen definitivo, en tanto que el resto se desempeña en empresas del régimen especial (cerca de 167 mil trabajadores). Cabe destacar que, entre 2011 y 2021 el empleo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

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

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

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

Gráfico 13. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses
Cifras a setiembre de cada año



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

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

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

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

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

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

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

financiamiento provino de la colocación neta de bonos de deuda interna (1,4% del PIB) y del sector externo (0,8% del PIB).

Los buenos resultados fiscales han quedado de manifiesto en:

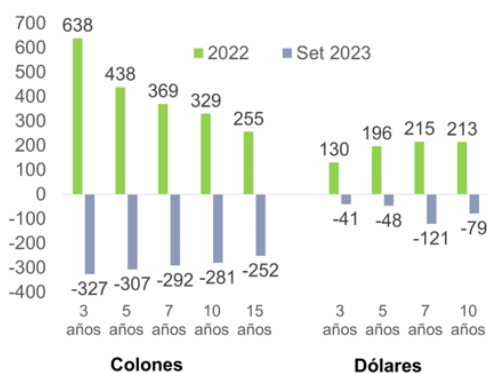
- La mejora en la confianza de los ahorrantes sobre la capacidad del Gobierno para atender sus obligaciones, que permitió la reducción en las tasas de interés asignadas durante los primeros nueve meses del 2023, contrario a los incrementos anuales observados durante el 2022. Ese ajuste a la baja se ubicó entre 252 y 327 p.b. en colones y entre 41 y 121 p.b. en moneda extranjera (Gráfico 14.A).
- La evolución del indicador de bonos de mercados emergentes diversificado, cuyo valor pasó de 327 p.b. a finales del 2022 a 252 p.b. el 30 de octubre último, valor que además está por debajo del indicador global y el de Latinoamérica (Gráfico 14.B).
- La mejora en la calificación de la deuda soberana. En octubre de este año Standard and Poor's (S&P) elevó, por segunda vez en el año, la calificación crediticia soberana para las categorías de largo plazo, en moneda local y extranjera, de B+ a BB⁵⁶.

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

En puntos base

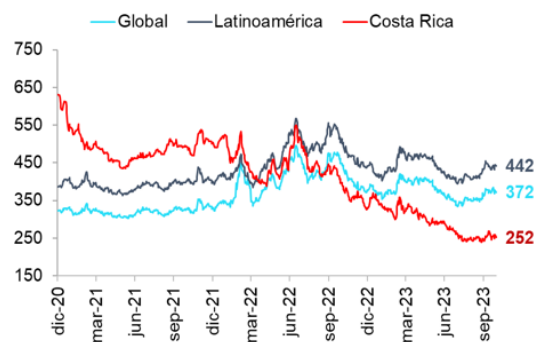
A. Ajuste en las tasas de interés

En el 2022 y en los primeros 9 meses del 2023



B. EMBI¹

Al 30/10/23



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

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

1.3 Condiciones monetarias

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

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

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

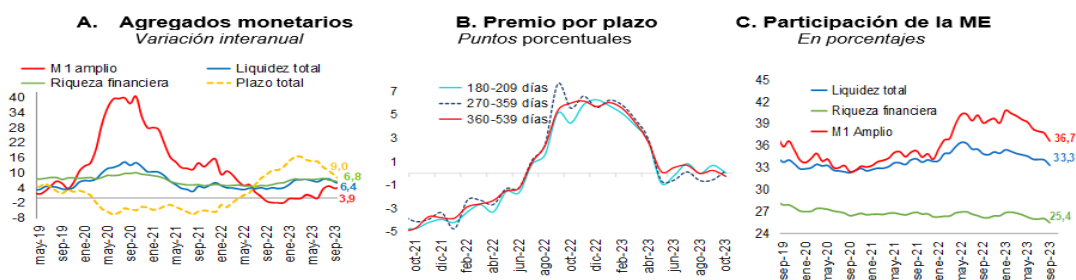
En este lapso la base monetaria aumentó 6,7% con respecto al cierre de junio, variación determinada por la expansión monetaria resultante, principalmente, de la disminución de los depósitos del Gobierno en colones y la compra neta de dólares efectuada por el BCCR. Estos movimientos fueron parcialmente compensados por la colocación neta de instrumentos de captación a plazo (bonos de estabilización monetaria) y el aumento en los depósitos de los intermediarios financieros en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

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

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

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

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

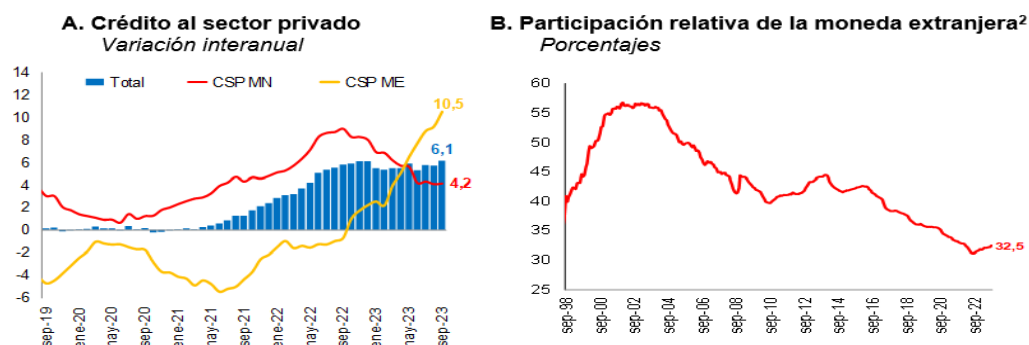
Al finalizar el tercer trimestre del 2023, el crédito al sector privado (CSP) creció a una tasa anual de 6,1% (5,8% un año antes), con un impulso notorio de las operaciones en moneda extranjera, cuya tasa ya supera el 10% (Gráfico 16.A). Este comportamiento ubicó la participación relativa de la moneda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

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

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

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

Gráfico 16. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera¹



¹ Cifras sin efecto cambiario.

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El aumento de la participación del componente en moneda extranjera dentro del CSP puede aumentar la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario. Sin embargo, en el presente año ha disminuido la proporción del crédito en moneda extranjera otorgado a deudores con exposición cambiaria (de 61,3% en setiembre del año pasado a 58,1% un año después)⁶⁰.

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

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

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

⁶⁰ Según el Reglamento sobre Administración Integral de Riesgos (Acuerdo Sugef 2-10), a partir de enero del 2023 el deudor de un crédito en moneda extranjera califica como “sin exposición a riesgo cambiario” si dispone de una cobertura natural o financiera contra ese riesgo, que debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito (la operación en estudio más las operaciones expuestas a ese riesgo e incluidas en los registros del Centro de Información Crediticia). La cobertura natural ocurre cuando el deudor tiene un flujo regular de ingresos en la misma moneda de la(s) operación(es), en tanto que la financiera es cuando se dispone de un derivado financiero para cubrirla. La entidad financiera que otorga el crédito debe verificar que esa condición prevalezca, al menos una vez cada 12 meses a partir de la fecha de formalización del crédito y debe dejar constancia de esa valoración en el expediente de crédito.

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

1.4 Inflación

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

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

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

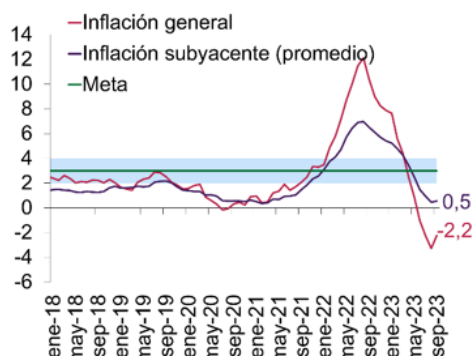
Al igual que lo observado en la mayor parte del segundo trimestre del año en curso, en el tercero los precios de los servicios mostraron una variación interanual positiva y los de los bienes disminuyeron. Particularmente, en setiembre el subíndice de servicios creció 1,4% (interanual) mientras que el de bienes disminuyó 5,1%, con lo cual su contribución a la inflación interanual de ese mes fue de 0,6 p.p. y -2,8 p.p., respectivamente (Gráfico 17.B).

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

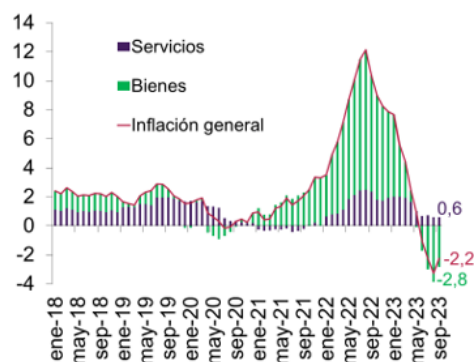
Gráfico 17. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes y puntos porcentuales.

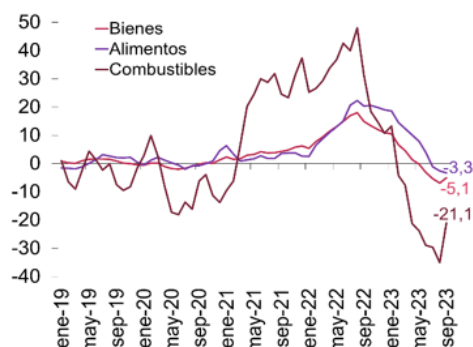
A. Inflación general y subyacente (porcentajes)



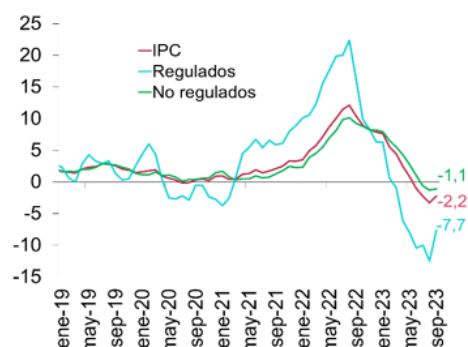
B. Contribución de la inflación de bienes y servicios a la inflación general (p.p.)



C. IPC: alimentos y combustibles



D. IPC: componentes regulado y no regulado



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

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

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

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

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

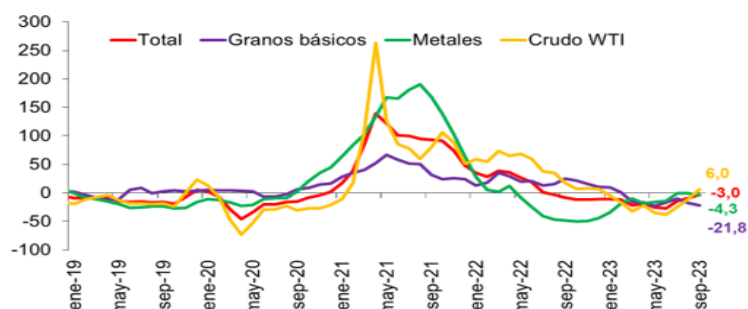
⁶⁴ De la reducción observada, los combustibles contribuyeron con 8,6 p.p.

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

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

Gráfico 18. Precios de materias primas importadas¹

Variación interanual, en porcentajes



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

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

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

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

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

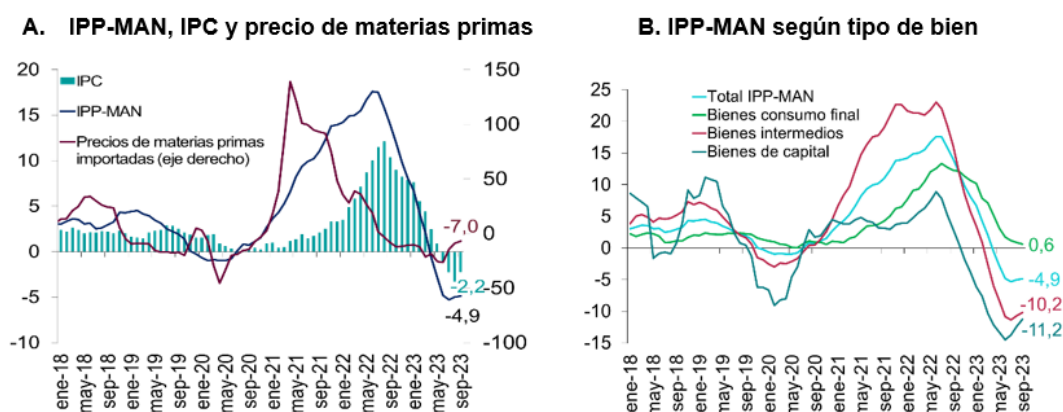
⁶⁷ El Índice de precios de los alimentos de la FAO presentó una caída interanual promedio de 11,4% en el tercer trimestre del 2023 (-20,5% en el trimestre previo).

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

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

Gráfico 19. Precios del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

- El carácter restrictivo de la política monetaria, a pesar de la reducción en la TPM aplicada entre marzo y octubre del presente año (275 puntos base).⁷⁰
- El efecto base. El choque inflacionario del 2022, debido al extraordinario incremento en el precio de las materias primas entre el primer y tercer trimestres del 2022, elevó y mantuvo alto el nivel del IPC en ese periodo. Dado lo anterior, las comparaciones interanuales de este índice en el período comprendido entre febrero y agosto del 2023 tomaron como referencia niveles del IPC inusualmente altos, lo que tendió a magnificar la reducción de la inflación en el presente año.
- La apreciación de la moneda local, dado que reduce las presiones al alza en los precios de los bienes, principalmente de los importados.

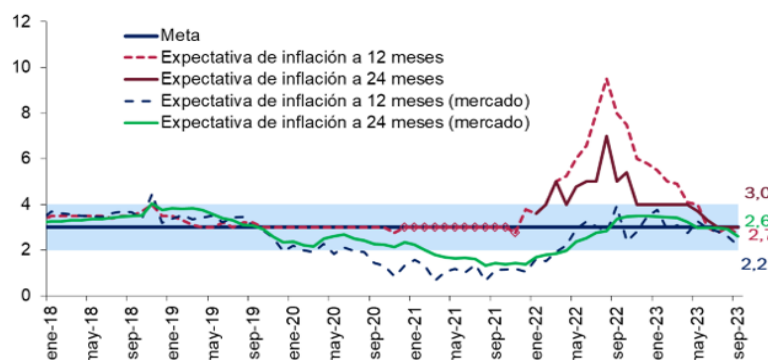
Prospectivamente, las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta del BCCR dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios, y las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativa de mercado) señalan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

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

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

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

Variación interanual, en porcentajes



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

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

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

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

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

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

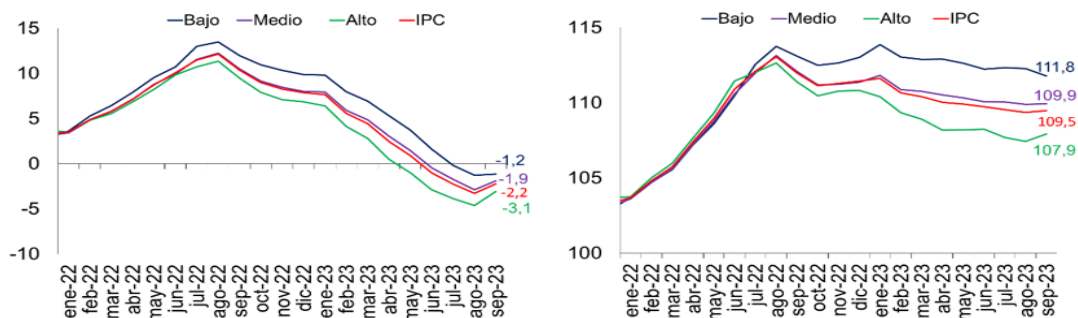
⁷¹ Informe de Política Monetaria julio del 2023, página 45.

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

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

Gráfico 21. IPC e Indicadores por estrato de ingreso
Variación interanual, en porcentajes y niveles (diciembre 2020=100)

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



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

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

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

En el presente año el sistema financiero nacional ha mostrado una condición holgada de liquidez que ha ido en aumento, en buena medida debido al efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR. Dicha compra se dio en un contexto de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, explicada principalmente por operaciones del sector real, en particular, una mayor liquidación neta de divisas del comercio exterior de bienes y servicios. Este resultado ha sido congruente con la evolución de la actividad económica del país, el notable desempeño de las exportaciones de bienes del régimen de zonas francas y el repunte en el turismo receptivo.

2.1 Tasa de política monetaria

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

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

En los primeros siete meses del presente año, la Junta Directiva redujo la TPM en cuatro ocasiones, por un acumulado de 250 puntos básicos (p.b.): 50 p.b. en la reunión de política monetaria del 15 de marzo, 100 p.b. en la reunión del 20 de abril y 50 p.b. en cada una de las siguientes (14 de junio y del 26 de julio). Estas reducciones se sustentaron en un análisis del comportamiento de la

1 inflación y la evolución prevista para esta variable y sus determinantes, que llevó a la Junta a
2 considerar que existía espacio para propiciar una postura monetaria menos restrictiva.

3
4 En la reunión de política monetaria de setiembre, la Junta acordó realizar una pausa en el ciclo de
5 reducción de la TPM y la mantuvo en 6,5% anual⁷⁴, pues, con base en la valoración de la evolución
6 reciente y esperada de la inflación; de los riesgos identificados, que en esa oportunidad se
7 inclinaron al alza⁷⁵, y del rezago con que actúa la política monetaria, estimó prudente dar el espacio
8 requerido para que el proceso de reducción de la TPM, iniciado en marzo pasado, continuara su
9 transmisión al resto de tasas de interés del sistema financiero.

10
11 Sin embargo, en su reunión de política monetaria de octubre⁷⁶, una vez valorado el comportamiento
12 reciente y esperado de la inflación y sus determinantes macroeconómicos, de los riesgos y, del
13 rezago con que actúa la política monetaria, la Junta consideró que existía espacio para continuar
14 con la reducción gradual, ordenada y prudente de la TPM, en procura de avanzar, en la medida que
15 las circunstancias lo permitan, hacia una posición neutral. Dado lo anterior, redujo la TPM en 25
16 p.b., para ubicar su nivel en 6,25%.

17 **2.2 *Gestión de la liquidez de la economía***

18
19
20 *En el tercer trimestre del 2023 el sistema financiero continuó con una condición holgada de*
21 *liquidez, que el BCCR esterilizó en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).*

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

27
28 A lo largo del año se han dado movimientos expansivos asociados con la compra de divisas por
29 parte del BCCR (USD 2.900,8 millones, equivalente a ¢1.592.120 millones, en lo que transcurre
30 del año y USD 417 millones de agosto a octubre por alrededor de ¢224.599 millones) y,
31 recientemente, con el uso de depósitos del Gobierno. Esta expansión monetaria ha sido gestionada
32 mayoritariamente con depósitos en el MIL (posición deudora neta del BCCR en este mercado),
33 toda vez que el saldo de BEM creció en ¢732.400 millones durante el año (¢452.757,1 millones
34 entre el 1° de agosto y el 19 de octubre)⁷⁸.

35
36 Las tasas de interés de las operaciones en el MIL en colones a un día plazo presentaron brechas
37 bajas en relación con la TPM, de 5 p.b. en el indicador que incluye las operaciones en que el BCCR
38 es contraparte y de 8 p.b. en el que excluye dichas operaciones (Gráfico 22.B). A partir de la
39 disminución de la TPM, que se dio el 27 de julio pasado, ha habido una mayor variabilidad en el
40 indicador de tasas de interés entre intermediarios, lo cual obedece principalmente a la distribución
41 de la liquidez entre los distintos grupos financieros participantes en el MIL.

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

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

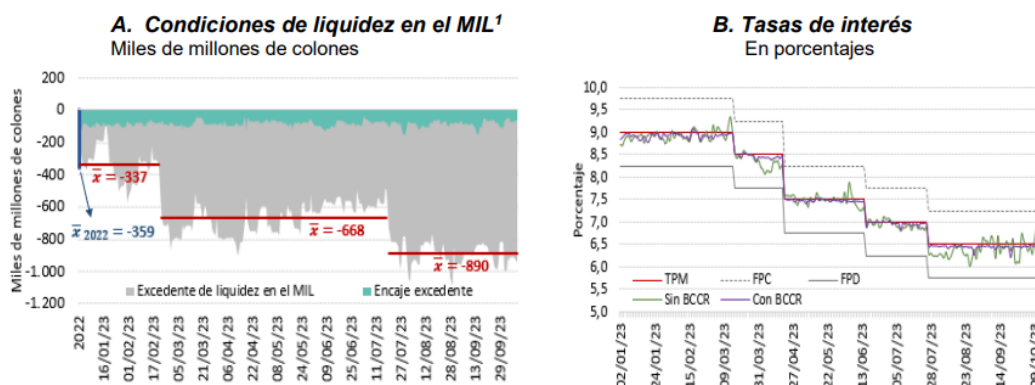
76 Artículo 8 del acta de la sesión 6148-2023.

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

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

En lo que respecta al encaje mínimo legal, durante el periodo en comentario el BCCR mantuvo la tasa en 15%, tanto para las operaciones denominadas en colones como en dólares. Sin embargo, acordó eliminar la exención de este requisito a las cooperativas de ahorro y crédito supervisadas por la Sugef a partir de abril del 2024⁷⁹. Adicionalmente, estableció que desde enero del 2024 la reserva de liquidez deberá ser constituida en su totalidad en depósitos en el MIL a plazos de 28 días y más⁸⁰.

Gráfico 22. Indicadores del MIL en colones



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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

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

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

Este comportamiento responde a una mayor liquidación neta de divisas asociadas a operaciones del sector real de la economía, consecuente, entre otros, con la recuperación de la industria de turismo receptivo, la evolución de las exportaciones y la inversión directa.

⁷⁹ Esta disposición fue tomada en el artículo 8 de la sesión 6121-2023, del 25 de mayo del 2023. La medida se aplicará a partir de abril del 2024 con una gradualidad semestral del 1,5%, de forma tal que en el periodo 2024-2028 estos entes deberán cumplir con el encaje y con la reserva de liquidez (la tasa conjunta debe ser de 15%).

⁸⁰ De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley 7558, las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito que están exentas del encaje mínimo legal deben cumplir con una reserva de liquidez en un porcentaje igual al que aplique para el encaje y en las condiciones que defina la Junta Directiva del BCCR.

Cuadro 2. Indicadores del mercado cambiario 2021-2023¹
Millones de USD

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

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

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

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

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

⁸¹ De acuerdo con los artículos 87 y 89 de la LOBCCR, el BCCR está facultado a participar en este mercado con tres propósitos: i) atender sus requerimientos, ii) gestionar las divisas del SPNB y iii) acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio (estabilización).

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

Gráfico 23. Tipo de cambio nominal en algunas economías

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

Recuadro 3. Patrones de regularidad del mercado cambiario costarricense

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

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

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

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

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

⁸⁵ También llamado mercado privado de cambios.

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

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

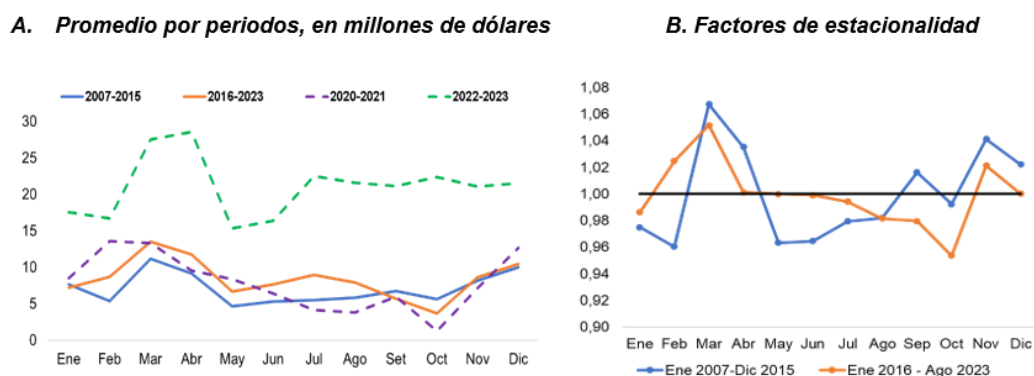
El presente recuadro muestra los resultados de la revisión de la regularidad del mercado cambiario, así como una aproximación a los factores de estacionalidad mensual. El ejercicio considera información de las operaciones cambiarias del público en ventanilla del periodo enero 2007-agosto 2023, el cual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

Resultados mensuales

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

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

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2. **En cuanto a los patrones de estacionalidad** destacan los siguientes mensajes (Gráfico 3.1.B):

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

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

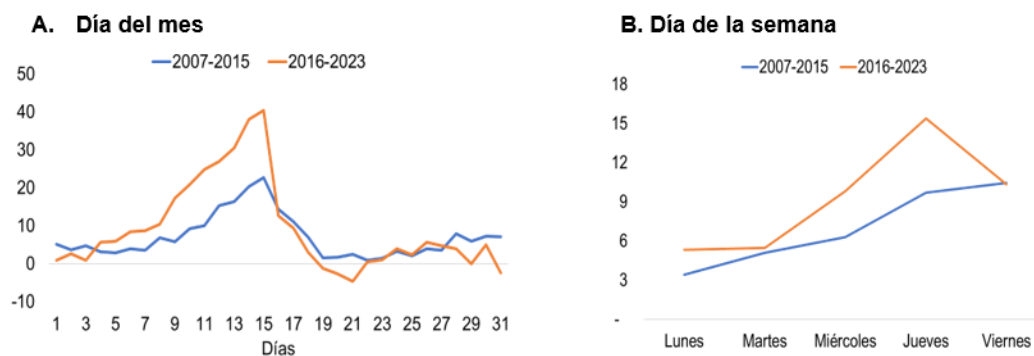
Regularidad a lo interno de cada mes

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

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

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

En millones de dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Consideraciones finales

Tanto la regularidad del mercado cambiario como la aproximación de los coeficientes de estacionalidad señalan que el superávit del mercado privado de cambios presenta una menor volatilidad a lo largo del año. Lo anterior es coherente con el cambio estructural de la economía costarricense, cada vez más diversificada y orientada al sector externo, en particular en industrias

de servicios cuya demanda externa es más uniforme durante el año. A lo interno del mes se percibe una mayor disponibilidad neta de divisas en la primera quincena y, en particular, los jueves.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

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

Las perspectivas de crecimiento económico mundial contemplan una desaceleración en 2023-2024 con respecto al 2022. Adicionalmente, se espera que la inflación continúe a la baja, influida por las políticas monetarias restrictivas y la disminución en los precios internacionales de las materias primas, pero la convergencia a los objetivos inflacionarios se daría hasta en el 2025, lo cual tiene implicaciones sobre el nivel de tasas internacionales.

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

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

A lo interno, se mantiene el riesgo asociado al fenómeno El Niño, en tanto que el relacionado con la resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia se disipó. Por otra parte, no se puede descartar que las presiones en el mercado cambiario incrementen las expectativas de variación cambiaria y se transmitan a las expectativas de inflación y, de esta forma, incidan sobre la inflación.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

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

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

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

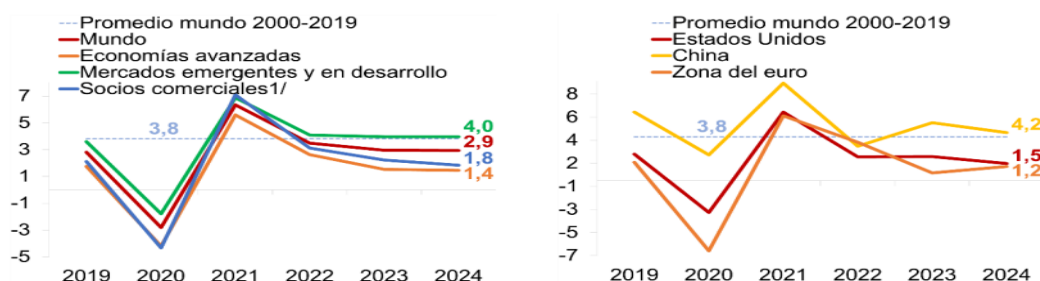
Para las economías emergentes se espera un crecimiento de 4,0% en ambos años. Esto significa una revisión a la baja de 0,1 p.p. en el 2024, influida principalmente por la crisis del sector

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

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

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

Gráfico 24. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024
Variación anual en porcentajes

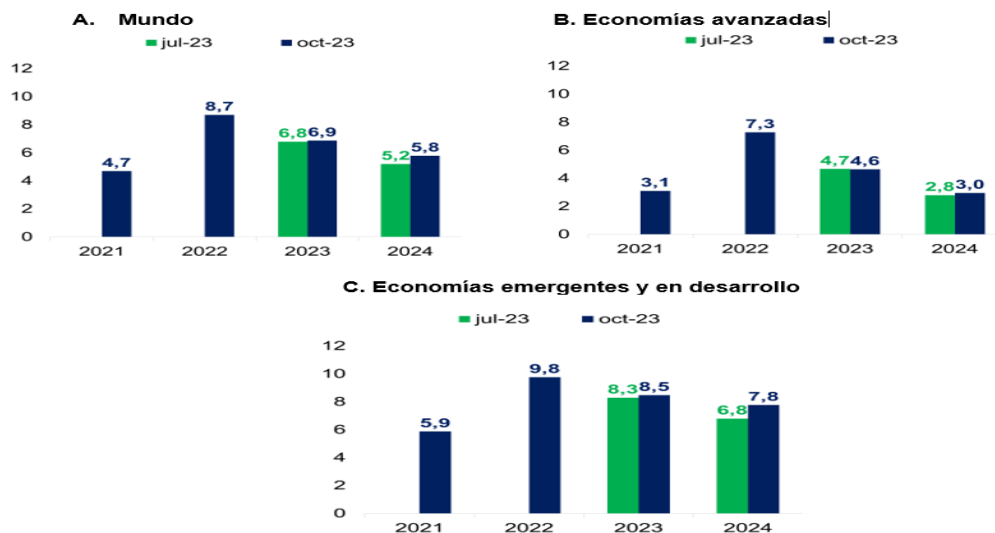


^{1/} Crecimiento económico de una muestra de los 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales, ponderado por el valor de las exportaciones acumuladas a mayo del 2023.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial"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

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

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

Gráfico 25. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024
En porcentajes



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

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

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

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

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024

Variación interanual en porcentajes

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

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

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

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

3.2 Proyecciones para la economía nacional

Se revisa al alza la proyección de crecimiento económico para el 2023 y el 2024. Aunque el crecimiento estimado presenta un mejor resultado de la demanda interna en ambos años, se mantiene el dinamismo de la demanda externa, que continúa como el principal motor de crecimiento en el 2023. En el 2024 influiría principalmente la demanda interna.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Variación anual en porcentajes

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

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

- Servicios empresariales.** El ajuste al alza del crecimiento estimado para ambos años estaría determinado por el incremento en los servicios en consultoría, profesionales y de apoyo a empresas que brindan las empresas adscritas al régimen especial, destinados principalmente

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

al mercado externo, así como servicios de publicidad, de arquitectura e ingeniería, jurídicos, de seguridad y de contabilidad de empresas del régimen definitivo.

2. **Construcción.** Se revisa al alza el crecimiento estimado para el 2023, por cuanto el resultado del tercer trimestre de la construcción con destino privado en este año fue superior al previsto, específicamente en el segmento residencial para grupos de ingresos medios y altos, así como del no residencial (edificios, locales comerciales y estacionamientos). Asimismo, la construcción con destino público caería menos de lo considerado en el informe pasado por las razones comentadas previamente en este informe. Para el 2024 se prevé un crecimiento mayor al estimado en julio, aunque menor al del 2023, por la evolución positiva en la construcción tanto con destino privado como público⁹³.
3. **Manufactura.** En ambos años se revisa al alza el pronóstico; para el 2023, debido al mejor desempeño en la producción de empresas del régimen especial (especialmente de implementos médicos), que atenuó la menor previsión para la actividad de las empresas del régimen definitivo. Estas últimas fueron afectadas por una menor demanda local de la producción de caucho y papel; y de productos alimenticios (arroz, azúcar y panadería). Para el 2024 se espera que la actividad crezca, dada la evolución prevista para las empresas de los regímenes especiales que suplen al mercado externo, aunado a una leve mejora de las empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.
4. **Agropecuaria.** La revisión al alza del 2023 responde al mejor resultado previsto en la producción de banano, raíces y tubérculos y piña⁹⁴. Esto debido a la estabilización de precios de banano y piña en el mercado internacional, la reducción, aunque moderada, que persiste del precio de los fertilizantes y las condiciones climáticas estables en la primera parte del año⁹⁵. Se mantiene la proyección para el 2024, que considera la demanda de productos agrícolas con orientación al mercado externo y el impacto positivo, ya previsto en el informe pasado, sobre la producción pecuaria debido a la estabilización de los precios de sus insumos.
5. **Hoteles y restaurantes.** La revisión a la baja para el 2023 se asocia, por una parte, con la menor demanda interna de los servicios de hoteles y, por otra, con el menor incremento en el turismo receptor (de 12,4% contra 20,0% en el IPM de julio), que incidiría en los servicios tanto de hoteles como restaurantes. Congruente con la estimación de ingreso de turistas y la demanda interna por estos servicios, para el 2024 se estima un crecimiento de dos dígitos, que significa una aceleración con respecto al 2023.
6. **Comercio.** Se revisa al alza el crecimiento para el 2023 debido al mejor desempeño en las actividades agropecuaria, manufactura y construcción, dados los encadenamientos

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

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

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

productivos con dichas actividades a lo cual se suma el persistente dinamismo en la comercialización de vehículos. El crecimiento del 2024 se desaceleraría con respecto al 2023 acorde a la evolución prevista para la actividad económica.

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

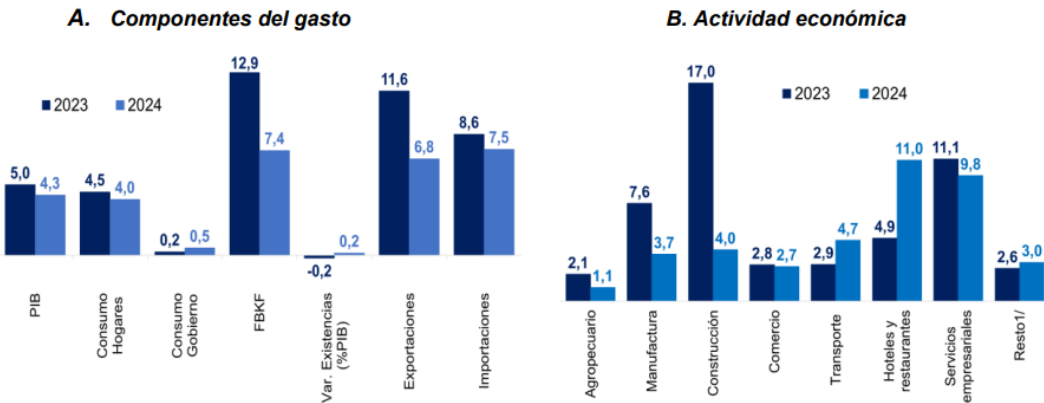
Cuadro 5. PIB en volumen por actividad económica 2023-2024
Variación anual en porcentajes

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

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.

El Gráfico 26 resume el crecimiento estimado para el PIB en este informe para los años 2023 y 2024, tanto por componentes del gasto como por actividad económica.

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



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

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

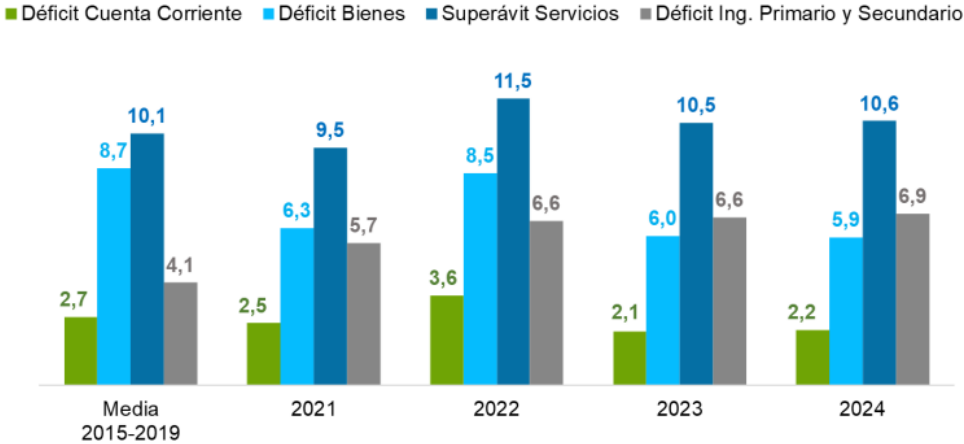
En este lapso el déficit de la cuenta corriente se ubicaría, en promedio, en 2,2% del PIB (Gráfico 27), lo cual significa una reducción con respecto al 2022. Este comportamiento se sustenta en una mejora en el superávit de bienes y servicios, que alcanzaría 4,6% del PIB, como promedio anual (3,0% en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

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

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

Las importaciones totales crecerían en el bienio 8,8% como promedio anual (19,1% en el 2022), dada la desaceleración tanto en el régimen definitivo como de los regímenes especiales. Este comportamiento se debe, fundamentalmente, a la disminución en los precios de las importaciones y la normalización en los costos de transporte marítimo.

Gráfico 27. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹
Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2021 y 2022, y proyecciones para el 2023 y 2024.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

y un incremento interanual medio en la cantidad importada de barriles de 4,2%.

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

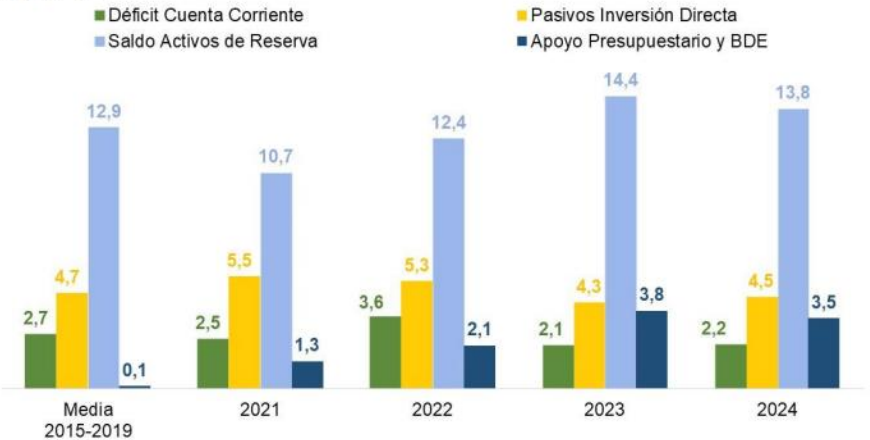
En lo que respecta a la retribución a los factores de producción (cuenta de ingreso primario) se prevé un incremento del déficit hasta alcanzar un monto promedio anual de *USD 6.806,0 millones* (7,4% del PIB), asociado principalmente a: i) mayor renta de la inversión directa debido al aumento en la rentabilidad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

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

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

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

Gráfico 28. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹
Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2021 y 2022 y proyecciones para el 2023 y 2024.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El sector público recibiría flujos de ahorro externo cercano al 3,0% del PIB en promedio. En el 2023 los recursos provendrían, principalmente, de dos colocaciones de títulos valores en el exterior

por un total de *USD 3.000 millones*⁹⁶, mientras que en el siguiente año estarían relacionados, en su mayoría, con los desembolsos de créditos de apoyo presupuestario y vinculados a proyectos, por *USD 3.167,8 millones*.

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

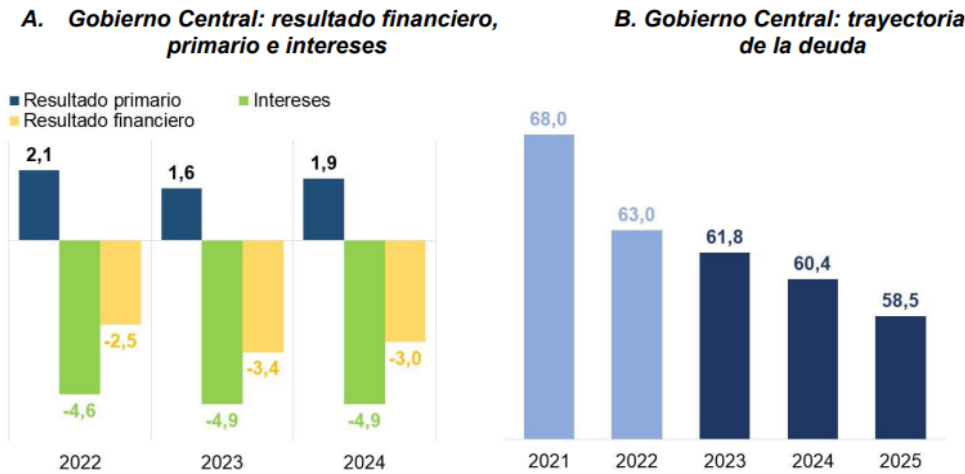
En lo que resta del 2023 y en el 2024 continuarán los esfuerzos del Gobierno Central para generar superávits primarios, necesarios en el proceso de consolidación fiscal.

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

Estas estimaciones se sustentan en medidas de contención del gasto, como resultado del cumplimiento de la regla fiscal, y en una recaudación tributaria coherente con la evolución de la actividad económica y el avance en la gradualidad de las disposiciones tributarias incluidas en la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635).

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

Gráfico 29. Proyecciones fiscales
Porcentaje del PIB



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

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

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

7
8 Dada la continuidad de superávits primarios, las necesidades de financiamiento bajan y se ubican
9 en 9,0% del PIB en el 2023 y en 8,2% el siguiente año, ambas cifras por debajo de lo previsto en
10 el IPM de julio pasado.

11
12 De acuerdo con los supuestos utilizados por el Ministerio de Hacienda, el financiamiento sería
13 cubierto mayoritariamente en el mercado local; no obstante, también se dispondría de
14 financiamiento externo, proveniente de la colocación de títulos por USD 1.500 millones a finales
15 del 2023 y USD 1.000 millones en el 2024⁹⁹, así como desembolsos de créditos de apoyo
16 presupuestario programados con organismos multilaterales y bilaterales¹⁰⁰ y créditos con el FMI¹⁰¹.

17
18 Los superávits primarios y los cambios en la estrategia de deuda pública generan un círculo
19 virtuoso, que permitiría que el valor nominal de la deuda crezca a un ritmo menor que el de la
20 producción¹⁰², por lo cual el Ministerio de Hacienda supone que continuará la trayectoria
21 decreciente de la razón de deuda a PIB, hasta alcanzar 61,8% en el 2023, 60,4% en el 2024 y un
22 valor por debajo del 60% en el 2025 (Gráfico 29.B); esta trayectoria es similar a la contemplada en
23 el IPM de julio.

24
25 *Consecuente con lo indicado en el informe de julio pasado, se estima que el choque*
26 *desinflacionario tuvo su mayor impacto durante el tercer trimestre del presente año y que tanto*
27 *la inflación general como la subyacente retornarán al rango de tolerancia alrededor de la meta*
28 *durante el segundo trimestre del 2024.*

29
30 Para el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende desde el cuarto
31 trimestre del 2023 hasta el tercero del 2025, los modelos de proyección del BCCR indican que la
32 inflación general se mantendrá por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de
33 la meta hasta el primer trimestre del 2024¹⁰³. Estas proyecciones incorporan la postura de política
34 monetaria del BCCR con el objetivo de lograr que en el mediano plazo la inflación converja a la
35 meta definida por su Junta Directiva ($3\% \pm 1\text{ p.p.}$)¹⁰⁴.

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

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

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

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

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

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

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

¹⁰⁴ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a octubre del 2023 de proyecciones de precios internacionales de materias primas, tasas de interés, crecimiento e inflación de los

1
2 La valoración de riesgos sobre la proyección de inflación muestra que, en el corto plazo existe una
3 mayor probabilidad de que tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en valores
4 inferiores a 2,0%; no obstante, en el mediano plazo los riesgos se encuentran inclinados al alza,
5 principalmente por eventos asociados con fenómenos climáticos, la reducción de oferta de algunas
6 materias primas en los mercados internacionales, así como los renovados riesgos geopolíticos,
7 factores que tendrían implicaciones directas e indirectas sobre los precios locales.

8
9 La persistencia y magnitud de choque desinflacionario incorporado en las proyecciones de
10 inflación del informe de julio pasado se manifestaron de acuerdo con lo previsto. Por ello, la
11 trayectoria proyectada en el presente ejercicio para la inflación general y la subyacente en el corto
12 plazo no difiere de forma significativa de lo indicado en dicho informe.

13
14 Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían
15 a ubicarse en torno a 3,0%, lo que disminuye la probabilidad de que se manifiesten efectos de
16 segunda ronda. Por su parte, la brecha del producto, otro de los determinantes, tendría un valor
17 promedio cercano a cero en el horizonte de proyección, es decir el nivel de actividad económica
18 estaría cercano a su potencial, por lo cual no se anticipan presiones inflacionarias originadas en
19 excesos de demanda.

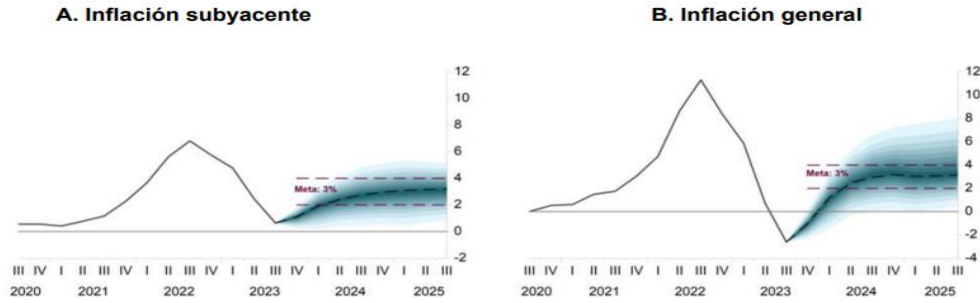
20
21 Dado lo anterior, la inflación subyacente pasaría de 1,1% en el cuarto trimestre del 2023 y 2,5 %
22 como promedio para el 2024, hasta ubicarse en torno a 3,2 % en promedio durante los primeros
23 tres trimestres del 2025 (Gráfico 30.A).

24
25 Por su parte, la inflación general se mantendría en valores negativos durante el cuarto trimestre del
26 presente año (-1,0%), aunque menos negativos que los observados en el tercer trimestre. Se estima
27 que este indicador repunte a 2,4% como promedio para el 2024 y 3,1% en los primeros tres
28 trimestres del 2025 (Gráfico 30.B).

29
30 Para todo el horizonte de proyección (del cuarto trimestre del 2023 al tercer trimestre del 2025), en
31 promedio la inflación subyacente y general alcanzarían 2,6% y 2,3%, respectivamente. En ambos
32 casos, las nuevas proyecciones fueron revisadas ligeramente al alza con respecto a las presentadas
33 en el informe anterior.

principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras, y toman en cuenta la respuesta de la TPM, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

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



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

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían de acuerdo con el crecimiento real previsto para la actividad económica y la meta de inflación.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, la liquidez total crecería en torno a 7,5% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 6,9% en el 2023 y 6,6% en el 2024, tasas ligeramente superiores a las previstas en el informe de julio. Esta revisión al alza considera, además, la postura menos restrictiva de la política monetaria.

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

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

Cuadro 6. Principales variables macroeconómicas

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de julio 2023 (en p.p.)	
	2022	2023	2024	2023	2024
PIB crecimiento real	4,6	5,0	4,3	0,8	0,5
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-3,6	-2,1	-2,2	0,5	0,0
Saldo activos de reserva (% del PIB)	12,4	14,4	13,8	0,0	0,6
Indicador de seguimiento de reservas (IR)	98,0	133,0	129,0	7,0	4,0
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ¹	-2,5	-3,4	-3,0	0,1	0,0
Resultado primario ¹	2,1	1,6	1,9	0,0	0,0
Variación interanual del IPC ²	7,9	-1,0	3,2	-1,3	0,8
Agregados monetarios y crédito (variación %) ³					
Liquidez total (M3)	4,2	7,6	7,4	0,4	0,4
Crédito al sector privado	5,9	6,9	6,6	0,1	0,3
Moneda nacional	8,0	6,0	8,2	-0,7	0,4
Moneda extranjera	2,2	9,0	3,0	2,0	0,0

¹ Para el periodo 2023-2024 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.
² Para el lapso 2023-2024 corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año.
³ La valoración de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2023-2024 incorpora la mejor información disponible a octubre del 2023. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados con la evolución del contexto externo y local que podrían alterar el escenario macroeconómico central propuesto en este ejercicio.

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

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

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

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

1 A los principales riesgos señalados se le suma una mayor fragmentación geoeconómica, vinculada
2 en mayor medida con la tensión entre los países del G7 y China, en donde los primeros tratan de
3 contrarrestar la creciente influencia de este último en la economía mundial. Ello puede introducir
4 riesgos a la baja para el comercio global y problemas en las cadenas de suministro, ambos con
5 efectos inflacionarios y negativos sobre la producción. Aunado a lo anterior, una desaceleración de
6 la economía de China y las tensiones por el sobreendeudamiento de las economías pueden tener
7 efectos adversos en el crecimiento económico.

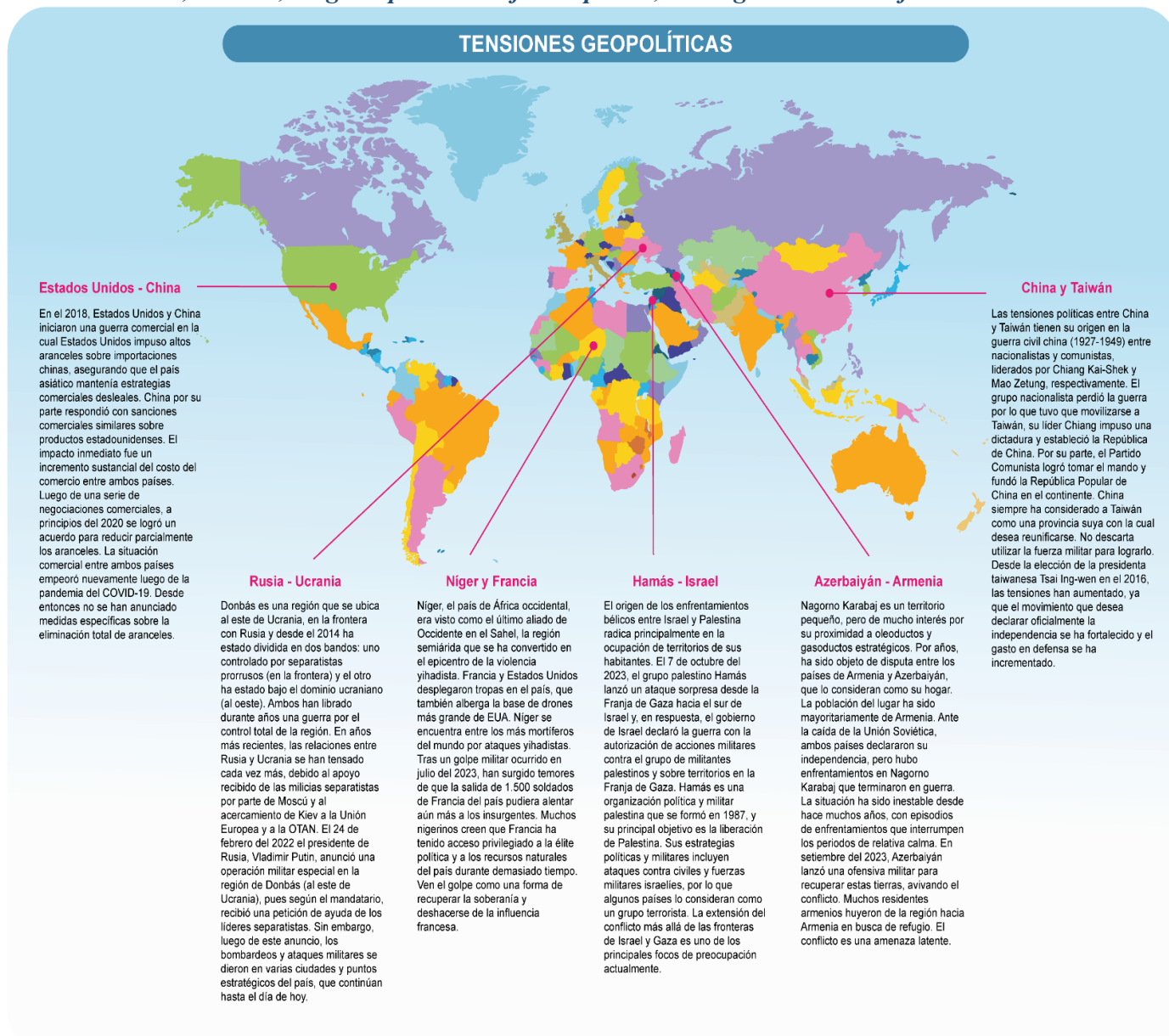
8
9 En el contexto anterior, un crecimiento de la economía mundial y, en especial, de nuestros
10 principales socios comerciales, menor al incorporado en las proyecciones de este ejercicio, se
11 manifestaría en una posible reducción de la demanda externa del país que, de no ser compensada
12 por la demanda interna, implicaría un crecimiento económico local por debajo del proyectado. Esta
13 situación llevaría a valores negativos de la brecha del producto, con efectos a la baja sobre la senda
14 pronosticada de inflación.

15
16 No obstante, la proyección de inflación también estaría influida por los precios de las materias
17 primas, en especial el petróleo y los alimentos, por lo que existe incertidumbre sobre el efecto neto
18 sobre inflación. Con independencia del efecto final sobre la inflación, la incertidumbre tiende a
19 desacelerar la actividad económica.

20 **Infografía 1**

21

- 1
- 2 *A lo interno, destaca, al igual que en el informe previo, el riesgo asociado al fenómeno El Niño.*



- 3
- 4 Se continúa bajo los efectos atípicos del fenómeno El Niño (fase cálida del fenómeno El Niño
- 5 Oscilación Sur (ENOS)) y se estima que en el trimestre de noviembre a enero del 2024 impacten
- 6 con mayor intensidad a lo registrado en trimestres previos, incluso que se prolonguen hasta abril
- 7 del 2024¹⁰⁶.
- 8

¹⁰⁶ Boletín ENOS de setiembre del 2023, Elaborado por el Instituto Meteorológico Nacional y el Ministerio de Ambiente y Energía. Por otra parte, en junio pasado el Poder Ejecutivo declaró una alerta verde (preventiva) por los efectos que traerá consigo el fenómeno El Niño durante el segundo semestre del 2023 y los primeros meses del próximo año.

Las condiciones climáticas adversas afectarían negativamente el crecimiento económico e incrementaría la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola y del servicio de electricidad¹⁰⁷.

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

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

3.4. Acciones futuras de política monetaria

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

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

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

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

En materia de política cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el Banco Central participará en el mercado cambiario con el fin de atender los requerimientos propios y del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. Además, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de dicho mercado y con ello, contribuir al proceso ordenado de formación de precios.

Comunicar a: Presidente del Banco, Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, superintendencias, sistema financiero nacional, diario oficial La Gaceta (c.a: Gerencia, Auditoría Interna, División Económica, División Gestión de la Información, División Gestión de Activos y Pasivos, *intranet*).

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

ARTÍCULO 8. *Análisis de temas de política monetaria: Revisión de la Tasa de Política Monetaria (TPM).*

Los señores Evelyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigación Económica, Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Julio Rosales Tijerino, director del Departamento de Estabilidad Financiera, César Ulate Sancho, Álvaro Solera Ramírez, Olga Monge Alvarado, José Fabio Gómez Rodríguez, Manuel Esteban Sánchez Gómez y Susan Jiménez Montero, todos funcionarios de la División Económica, así como Henry Vargas Campos, director de la División Gestión de Información, Rigoberto Torres Mora, director interino del Departamento Estadística Macroeconómica, Manfred Víquez Alcázar y Jacqueline Zamora Bolaños, funcionarios de esa División, participaron en la discusión del asunto al cual se refiere este artículo.

A continuación, la Junta Directiva entró a conocer una propuesta de la División Económica y de la División Gestión de Información, conducente a revisar el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM), conforme las fechas indicadas en el calendario establecido para las reuniones de política monetaria para el 2023, aprobado por la Junta Directiva, en el artículo 5 del acta de la sesión 6097-2022, celebrada el 14 de diciembre de 2022.

De la discusión de este asunto, se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

El asunto de la revisión de la tasa de política monetaria, el nivel de la Tasa Política Monetaria. Por favor, compañeros, vamos a esa discusión.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Don Róger, ¿usted considera oportuno que le dediquemos un ratito a ver el tema de traspaso o mejor lo dejamos para otra sesión?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, si es rápido démosle rápido porque creo que eso fue muy comentado la vez pasada, entonces a mí me parece.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, de hecho, que teniendo ese sentido la oportunidad, Fabio, que se graduó recientemente del doctorado en la Universidad de Indiana es funcionario del Departamento de Investigación, trae unos resultados y yo le pedí que hiciera una presentación bastante ejecutiva de lo que trae.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, José Fabio un verdadero gusto tenerlo de vuelta.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

No lo escuchamos, cualquier cosa.

JOSÉ GÓMEZ RODRÍGUEZ:

Ya, es que no sé, cuando compartí la pantalla se me perdió el *on mute*, el *mute*, perdón, muy rápidamente me escuchan ¿sí?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

1 Sí, completamente.

2
3 **JOSÉ GÓMEZ RODRÍGUEZ:**

4 Muy bien. Entonces, muchas gracias por el gran honor de presentar este trabajo en el que estoy
5 estimando un modelo estructural para determinar el efecto traspaso de variaciones del tipo de
6 cambio al IPC. Como bien sabemos, el efecto traspaso son variaciones de cuánto varía o cuánto
7 responde el índice de precios al consumidor o alguna otra variable de precios ante variaciones del
8 tipo de cambio. Sin embargo, las variaciones del tipo de cambio no son todas por así decirlo,
9 idiosincráticas del tipo de cambio, algunas de ellas son respuestas a otros factores como pueden ser
10 precios internacionales, pueden ser diferencial de tasas, etcétera.

11
12 Entonces, es determinante o es esencial para la hora de estimar el efecto traspaso, determinar un
13 modelo estructural que tiene como fin identificar los distintos factores que explican los cambios en
14 las variables que se están utilizando, en las variables que se están analizando, disculpen. Esto nos
15 permite determinar cambios de cada variable, pero según el factor de origen. Entonces, el efecto
16 traspaso, lo que nos va a permitir... vamos a poder medir el efecto traspaso como la respuesta de
17 la variable de precios, en este caso el IPC a cambios que podemos atribuir, exclusivamente, al tipo
18 de cambio y no a otros factores, como los que ya mencioné, tasas de interés, precios internacionales,
19 etcétera.

20
21 Entonces, habiendo estimado este modelo estructural obtuvimos un efecto traspaso que se vea
22 aproximadamente que se vea así 8% en el mismo mes del choque y que llega hasta casi 20%
23 después de tres meses. Este efecto va perdiendo significancia al punto de que al año después del
24 choque pierde significancia el 90% y pierde, también, significancia ya a una desviación estándar
25 casi a los dos años.

26
27 Entonces, el resumen de las observaciones del efecto de traspaso en este momento, los primeros
28 dos puntos ya los hice, el tercero es con respecto al tamaño del choque que acabamos de ver, la
29 respuesta de precios viene como... responde a un choque en el que vemos una desviación estándar
30 del tipo de cambio. Eso quiere decir un incremento, por ejemplo, de 0,75% en el tipo de cambio
31 nominal. Tratando de poner eso en contexto sería un cambio en una variación en el tipo de cambio
32 nominal que va de ¢540 a 544 de manera sorpresiva, no por otros factores y luego de subir a 544,
33 el siguiente mes llegaría a 545 para regresar, lentamente, después de diez a doce meses a su nivel
34 original.

35
36 Uno de los resultados de los productos de un modelo estructural es que podríamos hacer escenarios
37 del tipo qué hubiera pasado si. Entonces una de las preguntas que nos hicimos es ¿qué hubiera
38 pasado si, por ejemplo, no hubiera cambios sorpresivos del tipo de cambio? Por ejemplo, con el
39 índice de precios al consumidor. En este caso, hicimos los siguientes dos análisis, analizamos...
40 perdón, ¿cómo se vería el índice de precios al consumidor sin cambios sorpresivos al tipo de cambio
41 nominal y sin cambios sorpresivos a precios internacionales?

42
43 Ustedes ven como estoy enfatizando en sorpresivos porque esto quiere decir que, son los que no
44 son debido a otros factores, entonces todas estas variables van a seguir moviéndose, pero a partir
45 de cierto momento vamos a pagar de cierta forma los cambios sorpresivos algunas de esas dos
46 variables.

47
48 Para tratar de ilustrar un poco mejor lo que es este análisis. Aquí estamos viendo la comparación
49 del índice de precios al consumidor, el observado versus uno en el que a partir de, por ejemplo,
50 marzo del 2020, dejamos de observar cualquier cambio o cualquier variación que sea sorpresiva al

1 tipo de cambio. Esto nos permite entender que, por ejemplo, en el índice de precios al consumidor
2 se mantienen una trayectoria bastante parecida a la que realmente observamos y la inflación,
3 aunque se hubiera mantenido o que ha bajado un poquito, o se hubiera mantenido bajita en el 2020
4 por un poquito más de tiempo, en realidad mantendría la misma trayectoria que observamos
5 realmente.

6
7 Esto nos lleva a... este mismo análisis se puede hacer para diferentes fechas, por ejemplo, también,
8 lo hicimos para febrero del 2022 y para... sí febrero del 2022 y para julio del 2022. Vemos que, en
9 todos estos escenarios, en realidad el índice de precios al consumidor se mantiene bastante parecido
10 a lo que observamos. Esto nos hace indicar que, aunque el tipo de cambio sí cambió y posiblemente
11 hay una correlación entre lo que es la variación del IPC y la del tipo de cambio, estas no se pueden
12 asignar a movimientos del tipo sorpresivo del tipo de cambio, sino que se generan a partir de otras
13 variables como ya dije de precios internacionales.

14
15 Entonces, por ejemplo, también quisimos ver -me voy a saltar esta filmina por un segundito-
16 también, quisimos ver cómo se movería el índice de precios al consumidor y la inflación si no
17 hubiera habido choques, por ejemplo, a precios internacionales. De nuevo, esos son choques que
18 son sorpresivos entonces hay movimientos que se pueden predecir a través de observaciones
19 pasadas, etcétera.

20
21 Aquí podemos observar como el índice de precios al consumidor, por ejemplo, hubiera sido un
22 poco más alto durante el 2020 y un poquito más bajo de lo que observamos durante el 2022. Por lo
23 tanto, en un mundo en el que no hubiera habido movimientos sorpresivos de precios
24 internacionales, esta hubiera sido la trayectoria de la inflación.

25
26 Ahora sí, voy a regresar un toquecito nada más. Sin los tipos de cambio, la inflación hubiera llegado
27 a ser casi igual de alta que la que observamos, aproximadamente 10,5% y en agosto sería menos
28 negativa de lo que estamos... de lo que observamos realmente, esto con el tipo de cambio. Como
29 también vimos en la gráfica, con respecto a precios internacionales el efecto es un poco más fuerte
30 y, de hecho, la inflación si no hubiera sido por variaciones sorpresivas de precios internacionales,
31 la inflación en julio y agosto no hubiera llegado al 10% sin esos cambios. Entonces de cierta forma,
32 eso es una capacidad que tenemos gracias a la estimación de este modelo estructural del que acabo
33 de mencionar.

34
35 Simplemente, para terminar de ilustrar parte de lo que sucede, no estamos diciendo que el tipo de
36 cambio deja de moverse, no, estamos diciendo que se mueve, pero por otros factores o por otros
37 factores. Entonces el tipo de cambio es sí hubiera subido, igual como subió, tal vez, no tanto,
38 algunas veces se hubieran mantenido más abajo, otras veces, inclusive más arriba de lo que
39 observamos, pero todo eso se refiere... es debido a factores que no son sorpresivos del tipo de
40 cambio.

41
42 El mismo ejercicio lo tenemos para precios internacionales, donde habíamos visto que, en realidad
43 el tipo de cambio hubiera sido más alto de lo que se observó en 2020, y, de hecho, más bajo de lo
44 que se observó durante el 2021, 2022. Entonces ese es básicamente el análisis, también, no voy a
45 hablar del modelo econométrico. Lo otro que quería contarles, es que, también, tenemos a
46 disposición, estamos trabajando el efecto traspaso para diferentes grupos de consumo y la idea es
47 poder dar este tipo de análisis para diferentes grupos e inclusive vamos a ir a nivel de artículos para
48 poder entender el efecto de traspaso mejor. Muchas gracias y eso era.

49
50 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Excelentísimo, Jose Fabio. Buenísimo, buenísimo.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

José Fabio, si quiere quite la presentación. Entonces, perdón, con esta intervención que hizo José Fabio, queremos responder preliminarmente. Pero me parece que, de una manera muy ilustrativa, que los movimientos que hemos observado de tipo de cambio no son los que explican principalmente la inflación y las variaciones en el IPC. Si uno pusiera en orden de importancia en orden de prioridad, definitivamente los cambios en los precios internacionales son los que han tenido un mayor efecto en el índice. Y, como dice José Fabio, vamos a continuar con ese proceso de análisis de investigación, pero si queríamos traer esto a la mesa para que ustedes lo tuvieran en conocimiento.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Alonso, una preguntita, ¿esto tampoco se le comentó al Fondo? Que en la reunión de ayer lo que vimos es que parte de lo que ellos explican de la baja en la inflación es por tipo de cambio, porque... ¿No se lo comentaron ustedes?

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Esto... algo que yo les comentaba a los compañeros es que, a mí en general no me gusta incluir cosas a última hora y eso ha sido lo que yo les he dicho, pero esto me pareció tan útil que consideré prudente traerlo, Pero sí es algo que se ha venido desarrollando en los últimos días para responder a esta inquietud. Entonces, el resumen es algo muy reciente, está totalmente fresco y lo pensábamos compartir en la tarde de hoy, ya cuando José Fabio tenga las... éstas que presentó, en definitiva, se lo pensaba enviar a Dan como un insumo adicional.

Pero, incluso no hemos tenido tiempo para socializar tan intensivamente, incluso dentro del Banco. Entonces no, pero tenemos toda la intención de hacerlo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, adelante.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Entonces este era el paréntesis y podemos continuar. Y muchas gracias, José Fabio, de verdad siempre es un honor trabajar con las personas de las divisiones, pero en este caso como es una persona que viene por primera vez a Junta, es una gran alegría. Podemos continuar con...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Voy a hacer un pequeño comercial, yo sé que a veces es inapropiado, pero lo voy a hacer, no me puedo sostener las ganas. José Fabio es matemático, además de ser matemático, ahora sacó un doctorado en economía, entonces, bueno...

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Y más importante es funcionario del Banco Central eso para nosotros es una alegría enorme. Muchas gracias.

Entonces, en primera instancia y si me ayuda. Para empezar esta discusión, traemos inicialmente los resultados preliminares de -si quiere pasemos a la siguiente diapositiva- los resultados preliminares de inflación, que son medidas con la medición de medio período del INEC. Nosotros teníamos previsto con los cálculos nuestros, una variación negativa en un punto porcentual, en este

caso es negativa en 1,3. Es más negativa, pero recordemos que la última medición fue 2,2 entonces hay un incremento, una aceleración en la interanual de 0,9.

Esta no es la definitiva, por supuesto, habrá que ver cuál es el resultado final, pero la tendencia del comportamiento, lo que está ocurriendo es congruente con lo que esperábamos nosotros y es congruente con que ya está pasando ese efecto base en el que el índice fue muy... tuvo los valores más altos alrededor de julio, agosto del año 2022 y ahora tenemos las observaciones que van contrastando con ese índice en meses donde ya era... ya tenían niveles inferiores.

No sé si, Álvaro, si quiere nos comenta un poquito más el detalle de esta información.

SR. ÁLVARO SOLERA RAMÍREZ:

Como lo comenta Alonso, esta estimación...

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Álvaro, si puede acercar un poquito el micrófono.

SR. ÁLVARO SOLERA RAMÍREZ:

Estoy hablando con los auriculares ¿Ahí sí se escucha? ¿Sí?

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, mejor.

SR. ÁLVARO SOLERA RAMÍREZ:

Sí. Esta diferencia, básicamente es con respecto a lo que vimos el jueves anterior. Es resultado de la incorporación de la información de medio periodo que nos transmite el INEC con una información preliminar y parcial de los cambios en precios relativos de los artículos de la canasta, incluidos en el índice de precios al consumidor.

Básicamente esa diferencia de 0,3 puntos porcentuales se asocia con el grupo de los alimentos. Los alimentos explican alrededor de un 47 casi un 50% de esta diferencia. Eso es lo que quería aclarar. Algunos otros que nos ayudan en esa explicación tiene que ver con alquiler de vivienda, electrodomésticos para la vivienda, medicamentos que ya sea, que aportaron negativamente un poco más de lo que teníamos estimado el jueves anterior o que el crecimiento fue un poco menor a lo que estábamos... en cuanto aportes en puntos porcentuales a la tasa interanual.

Si quiere continuamos con la siguiente. Con esta nueva información, lo que estamos viendo aquí es la proyección de corto plazo para el último trimestre. El jueves anterior hacia finales hacia diciembre teníamos un cierre del año preliminar estimado en alrededor de -0,2. Con esta nueva información que incorporamos y, además, que ya tenemos alguna estimación para los cambios esperados en los combustibles para el próximo mes, que es un alza en las gasolinas... una reducción en las gasolinas y un incremento en el diésel. Estaríamos cerrando el año en aproximadamente -0,7%.

La explicación que está en el cuadro de la derecha en cuanto a tasas de crecimiento y en cuanto a aportes son básicamente las mismas que trajimos hoy hace ocho días, en donde los alimentos siguen con aportes cada vez menos negativos. La electricidad sí es con un aporte positivo, los automóviles también y, los combustibles con aportes negativos. Ese sería como el cuadro, como la foto que estaremos viendo para lo que resta del 2023.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien.

SR. ÁLVARO SOLERA RAMÍREZ:

Es lo que tenía con información a corto plazo.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Gracias. Continuemos con la siguiente, que sería: Evelyn tomaría la palabra.

SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:

Gracias, buenos días. En lo que respecta a la actualización de las proyecciones de inflación con respecto a lo que habíamos comentado en setiembre pasado, hay varios aspectos que queremos resaltar. Primero esta información del avance de octubre, que Álvaro nos comentó, que nos facilita el INEC, permite realizar un afinamiento de las proyecciones de corto plazo, de tal forma que como acabamos de ver para el cuarto trimestre del 23, estamos revisando a la baja la proyección.

Desde -1,3 que teníamos en promedio para el trimestre en setiembre pasado hasta -1,0. Esta revisión como se comentó rápidamente hace un ratito, tiene impacto en las proyecciones para los trimestres siguientes de forma que para el primer trimestre del 24 estamos un poco más lejos de este límite inferior de tolerancia alrededor de la meta. Estamos un poco más lejos del dos de lo que estábamos estimando en setiembre pasado.

Y el ingreso de valores coherentes con la meta de inflación, mantiene para el segundo trimestre del 2024. Sin embargo, en niveles por debajo de los estimados en setiembre, por ejemplo, la inflación promedio para el 24 para todo el año, en este momento la estamos estimando en 2,4 comparado con un 2,8 que teníamos anteriormente. En tanto que para los tres trimestres del 25 que forma parte del horizonte de proyección, ahora estamos estimando una inflación promedio de 3,1, son dos décimas menos de lo que habíamos estimado en setiembre pasado.

Lo que mencionaba hace un rato con respecto al balance de riesgos, lo único que quiero destacar yo aquí es que, en el corto plazo, es decir, los próximos dos trimestres está aumentando la probabilidad de observar inflaciones por debajo del dos con respecto a lo que teníamos en setiembre. En tanto que para el mediano plazo y el final del horizonte de proyección se mantienen la valoración de riesgos al alza. En unos minutos Alonso va a ampliar un poco de los argumentos que como equipo discutimos para apoyar esta valoración.

Pasemos a la inflación subyacente, en la siguiente filmina tenemos una trayectoria similar a lo que veníamos observando para todo el horizonte de proyección el promedio es un 2,6, ligeramente diferente al 2,8, ligeramente por debajo del 2,8 que teníamos en setiembre pasado.

En la siguiente filmina con respecto a los determinantes macroeconómicos...

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Evelyn.

SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:

Sí, doña Marta.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Perdón, ¿el promedio de la subyacente para el 2024?

1
2 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

3 Déjeme y ya le digo porque para el 24 la subyacente en promedio tenemos 3,1 para el 24 es 2,5,
4 perdón. El que comenté yo ahora era para todo el horizonte para los ocho trimestres, pero usted me
5 pide solo 24 sería 2,5.

6
7 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

8 24, 2,5 ¿y el 25?

9
10 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

11 Y los tres trimestres del 25, 3,1.

12
13 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

14 Gracias.

15
16 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

17 Con gusto. Finalmente, nada más para comentar sobre los determinantes macroeconómicos de
18 inflación, vemos unas expectativas que van a estar muy cercanas a la meta del Banco, un promedio
19 de 3,2 en todo el horizonte de proyección en tanto la brecha de producto, como ya lo comentó
20 Alonso, el valor del PIB lo vemos muy cercano a lo que estimamos como el PIB potencial, por
21 tanto, la brecha de producto sería prácticamente cerrada en ese horizonte. Aunque tiene valores
22 negativos en el 24, pero son muy cercanos a cero, casi que podríamos decir ahí un... en el margen
23 de error.

24
25 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

26 Marginalmente negativo.

27
28 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

29 Sí, pero muy bajo.

30
31 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

32 Sí.

33
34 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

35 Entonces no vemos presiones inflacionarias asociadas con excesos de demanda, entonces...

36
37 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

38 No vemos presiones desinflacionarias del lado de la brecha de producto.

39
40 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

41 Ni desinflacionarias, sí.

42
43 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

44 Y para enfatizar algo que había comentado, como hay... toda la información nueva, puede llevar a
45 cambios en si es positiva o negativa, pero es justamente por eso porque está bastante alineada de
46 esa proyección del potencial con respecto a la información real.

47
48 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

49 Entonces si gustan avanzamos en la discusión de la valoración de Alonso.

50

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí. Un... perdón, voy a hacer algo desordenado, Esteban devolvamos tres, para hacer un pequeño comentario. Recuerden que, en la proyección del IPC estos valores que se ven en el cuadrito son el trimestre. Eso quiere decir, si ustedes ven para el trimestre uno de 2024 que es uno, dos. Eso podría implicar o más bien, puede estar asociado a diferentes valores en los tres meses del trimestre y perfectamente puede ocurrir que una de esas observaciones ya está dentro del rango meta, como es uno o dos todavía no estaría tan claro.

Antes en una de las ocasiones anteriores que discutimos eso, este valor daba 1,9 entonces era bastante claro que ya en la primera, en el primer trimestre tendría que haber un mes en el que tuviéramos inflación por arriba de dos. En este caso ya no es tan claro, justamente la información reciente nos ha llevado a revisar esas proyecciones de corto plazo que alimentan el modelo y por eso pareciera que, no es tan claro que lleguemos a dos en el primer trimestre, definitivamente sí, en el segundo trimestre. Ese era el comentario que quería hacer.

Ahora, devolvámonos a los principales riesgos y vemos riesgos al alza que están relacionados con especialmente choques de oferta y fragmentación del comercio global. Dentro de los choques de oferta, vemos fenómenos climatológicos que pueden ocurrir. El impacto puede ocurrir localmente o también a nivel externo con respecto a otros países que pueden llevar a incrementos de precios de bienes importados, pero, también, de precios que se producen domésticamente y que van a tener un impacto, sobre todo en la canasta, especialmente la alimenticia.

Los conflictos geopolíticos que estamos observando, bueno, hay uno que viene desde inicios del 2022, pero hay otros que se han ido detonando recientemente que generan incertidumbre al alza y podrían llevar a incrementos en precios de bienes que se traduce en el mundo, porque esos bienes incrementen o también porque los costos de transporte de esos bienes que incrementan. Recientemente habíamos discutido la semana pasada, el tema de Honduras. Bueno, como discutimos antes de iniciar la sesión, ese parece haber sido resuelto de una manera satisfactoria, pero permanecen en el horizonte varios elementos que generan preocupación.

El segundo riesgo al alza es uno que hemos discutido y que se dejó patente en el acuerdo de Junta de la decisión anterior y es la recomposición en el portafolio de instrumentos financieros que genere un incremento abrupto en las expectativas cambiarias y que eso se traduzca en un incremento en las expectativas de inflación. Ese fenómeno es, bueno, que también hemos comentado muy ampliamente con el Fondo que es uno de los riesgos que vemos y no es porque lo veamos lejano, más bien es, justamente porque lo vivimos muy cercanamente hace un tiempo y por eso consideramos que la política monetaria debe mantener esa prudencia que la ha caracterizado durante este año.

En cuanto a los riesgos a la baja de los temas de inflación, vemos que existe la posibilidad que el crecimiento económico de los socios comerciales sea menor al previsto, a veces es difícil distinguir cuál es el riesgo al alza y cuál es a la baja porque hay unos que se relacionan uno con otro. Por ejemplo, la posibilidad de que haya un crecimiento económico de socios comerciales menor al previsto está relacionado con la presencia de conflictos geopolíticos. Entonces, dependerá del impacto que esos conflictos geopolíticos podrían tener hacia nuestros socios comerciales y el impacto que tenga esto en el crecimiento de su economía que, más bien se podría traducir en la dirección opuesta de generar un crecimiento menor y reducir esa presión inflacionaria por esa vía.

Eso, también, los conflictos geopolíticos podrían impactar de manera... de la misma manera, como los vemos al alza en esas economías y que esas economías decidan mantener la política monetaria

1 que se mantiene restrictiva, como dice don Róger, alta por más tiempo la inflación y también las
2 tasas de referencia altas por más tiempo para continuar con una política monetaria restrictiva por
3 un tiempo adicional. Eso para nuestros efectos en la relación con esas economías, representa un
4 riesgo a la baja.

5
6 Otro que hemos comentado previamente y que persiste es que las reducciones de la Tasa de Política
7 Monetaria, no se trasladan a la velocidad que hemos observado históricamente para la economía
8 costarricense, sino que lo hagan de una manera, un poquito más lento. Betty, usted me interrumpe
9 o algún otro compañero o compañera si quisieran complementar este punto.

10
11 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

12 De mi parte no, Alonso.

13
14 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

15 Entonces, típicamente, antes de pasar a la siguiente, típicamente lo siguiente que les presentaríamos
16 sería un resultado del modelo que es algo que hemos venido trayendo en las últimas reuniones. Sin
17 embargo, considerando estos riesgos y considerando el desempeño favorable que vemos en la
18 economía en un crecimiento cercano al producto potencial con tasas de crecimiento que para el
19 2023 se espera que sea cinco puntos porcentuales, consideramos prudente mantener y podemos
20 pasar a la siguiente, la recomendación de política monetaria, mantener la Tasa de Política
21 Monetaria en su nivel actual de 6,50.

22
23 Hacia el mediano plazo, observamos riesgos al alza como bien lo mencionaba Evelyn y en el corto
24 plazo la trayectoria que está teniendo la inflación es de una aceleración que la llevaría al rango
25 meta en algunos meses, podría ser finales del primer trimestre. Pero definitivamente en el segundo
26 trimestre del 2024 y el nivel actual de la Tasa de Política Monetaria no pareciera estar teniendo un
27 impacto en términos de la actividad económica y también, en términos de lo que conversamos la
28 semana anterior con respecto al mercado laboral por los resultados favorables que vemos en el
29 mercado laboral.

30
31 Ahora, incorporando esta recomendación dentro de las proyecciones que tenemos, alimentamos
32 esta información como el insumo para el último trimestre de este año y vemos una trayectoria de
33 la tasa nominal que se mantiene en este trimestre de 2023 y que empieza... el resultado del modelo
34 sería para que en el 2024 continúe una reducción para acercarse a una Tasa de Política Monetaria
35 que sea congruente con una política neutral. Esto si la decisión fuera distinta, lo que ocurriría y este
36 ejercicio lo hicimos, es que este proceso de reducción en vez de tener esa montañita ahí en el
37 momento en el que se está dejando como supuesto la Tasa de Política en 6,50, esa reducción
38 ocurriría un trimestre adelante. Esa es una pieza de información que queríamos traer a
39 consideración.

40
41 Sin embargo, para que ustedes vieran cuál es el resultado, partiendo de esta recomendación que
42 estamos haciendo, esa es la razón por la que traemos este gráfico de esta manera. Simplemente, es
43 alimentando como insumo esta recomendación. Pero si lo que quisieran es conocer cuál sería sin
44 ese supuesto es, simplemente, mover un trimestre adelante de esa trayectoria.

45
46 Como una pieza adicional de información es recordar que la última reunión de política monetaria
47 ocurriría el 20 de diciembre y para efectos del cálculo trimestral esa decisión, incluso, cuando...
48 incluso si se mueve de... en alguna dirección el cálculo del promedio del trimestre no se vería
49 afectado en gran medida.

1 Con esto concluimos.

2
3 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

4 Solamente en 10 días.

5
6 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

7 Y no... y la mayoría... y muchos no son hábiles. Entonces sí, básicamente 10 días de tres meses
8 es una... afectaría poquito. Con esto nosotros concluimos y damos la recomendación a la Junta
9 para que pueda tomar la decisión de qué hacer con la Tasa de Política Monetaria.

10
11 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

12 Muchas gracias a todos los compañeros. Para mí está muy clara la presentación y que sea
13 definitivo... quiero escuchar a los compañeros, en principio, yo apoyo la recomendación, creo que
14 está muy bien justificada...

15
16 Hay un detalle adicional porque creo que la gente del Fondo nos habló de la conveniencia de que,
17 en el comunicado, no sé si en el acuerdo o en el comunicado, yo preferiría que quede en el acuerdo
18 es dar el mensaje que el Banco irá -cuando las circunstancias se lo permiten- hacia una postura
19 neutral, pero no sé, eso no lo discutimos ahorita, pero es parte del mensaje.

20
21 Pero para no influir sobre las opiniones de los compañeros abro la discusión, por favor. Don Jorge.

22
23 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

24 Bueno, yo no, no voy a concordar con la propuesta de la División Económica. Yo me inclino más
25 por una pequeña reducción en la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, ahora en estos
26 momentos. Y hay algunos argumentos, algunas razones que me parecen a mí que son importantes,
27 me parece a mí que... yo ayer expresé en la reunión con la gente del Fondo Monetario que estaba
28 de acuerdo con la visión que ellos tenían de que la política monetaria en estos momentos no debería
29 jugar ese papel contractivo porque era claro en la visión de ellos que eran otros los factores que
30 habían influido en la... en el ajuste, en el incremento de los precios en el pasado, también.

31
32 Se hizo, por lo menos yo hice la observación de que la tasa real, tanto, en las tasas pasivas como
33 activas con una inflación tan baja como la que tenemos es muy alta y yo pienso que prolongar por
34 varios trimestres y un período de tiempo mayor una Tasa de Política Monetaria tan alta, no me
35 parece a mí apropiado.

36
37 A mí me parece, también, que si llegáramos a tener una tasa de política neutral hay un período de
38 tiempo largo y cuando vamos a empezar a bajar la Tasa de Política Monetaria puede ser que al final
39 haya tener... tendríamos que bajarla como muy rápidamente. Yo pienso que habría que empezar a
40 bajarla de una vez, esa sería mi visión.

41
42 Yo pienso que el Banco Central tiene en estos momentos bastante bien ancladas las expectativas
43 de inflación y siendo una tasa tan alta como la que tenemos, como dije yo, en términos reales en
44 6,5 me parece a mí que eso no va a afectar.

45
46 La otra consideración que ayer se planteó con la gente del Fondo es, sí, tener una prima para ahorrar
47 o invertir en colones muy cercana a cero que ande por ahí rondando por eso, cuando las tasas de
48 interés en el mercado internacional están un poco más altas y eso era un detrimento. Ellos no lo
49 consideraron si ni siquiera lo pusieron en los informes que ellos hicieron ni en el borrador de la
50 tasa... de la carta de intenciones, y me parece a mí que, también la información que tiene el Banco

es que no ha producido, por lo menos en todo este tiempo, una tendencia a ahorrar más en dólares que en colones. Entonces, yo a ese factor le veo un poco menos de importancia.

Y la otra cosa que también veo yo aquí es que, desde el punto de vista estratégico, desde el punto de vista estratégico, me parece que el Banco puede empezar a dar un mensaje al país y a los agentes económicos, de que la intención que tiene el Banco no es mantener una Tasa de Política Monetaria tan alta durante un período de tiempo prolongado, sino, más bien, que se va a ir bajando en ese sentido y empezar a hacerla desde ahora.

También, parto yo de otro supuesto y es que una reducción en la tasa de 0,25, 25 puntos base no va a ser una reducción que vaya a poner en peligro la estabilidad económica del país. No creo que vaya a hacer recrudecer la inflación más allá de lo que tienen planteado ustedes en los modelos y yo creo que, sinceramente, creo yo que mantener una tasa en 6,5, con todo lo que está pasando, este crecimiento importante de la economía que se da para que es... tratar de abortar esa expansión, que se viene, manteniendo tasas reales así en ese sentido. Y esa es, en resumen, hay algunas otras consideraciones que, tal vez, oportunamente voy a hacer, pero en principio esa es mi visión.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Jorge.

Doña Marta.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Yo coincido con el enfoque de don Jorge. Realmente ayer cuando en la reunión con el Fondo, yo comentaba que efectivamente había poco margen para la baja de las tasas de interés, que había poco margen, pero cuando yo hablaba poco, precisamente ese poco, me refiero a esa baja pequeñita de un cuarto de punto.

Creo que las condiciones están como para bajar ese cuarto de punto sin que tengamos un impacto grande sobre expectativas o sobre los resultados de inflación. Incluso los resultados que hoy nos traen ustedes y que nos trae Evelyn, son mejores que los que vimos la semana pasada en cuanto a resultados de inflación.

Las expectativas de inflación están muy ancladas, la subyacente para todo el año en 2,5% y creo que se daría un buen mensaje, que no es que el Banco quiere mantener por largo tiempo la tasa en ese nivel y la tasa efectivamente en términos reales está alta.

Así que yo vería con buenos ojos la reducción de un cuarto de punto, no más allá, porque no tenemos ese margen por lo que comentaba ayer, pero sí me inclino... no quiere decir que mi posición sea inflexible y si la mayoría decide que mantenemos la tasa pues yo, fácilmente, me puedo... puedo apoyarla...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Apoyar.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Pero, mi preferencia... mi preferencia sería bajar la tasa en un cuarto de punto.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Yo tengo la mano levantada.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, adelante, no lo veía, adelante.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Bueno, yo tampoco comparto la recomendación de la División y así lo he hecho ver desde la vez anterior, yo hice un voto negativo, precisamente, para mantener la tasa por razones que expliqué entonces que ahora han expuesto también don Jorge y doña Marta, que voy a reiterar.

Creo que la inflación, o sea, el resultado de un conjunto de hechos y de políticas, ha llevado a lo que hoy observamos que es una inflación interanual negativa cosa que difiere muchísimo, prácticamente, de cualquier país con el que nos comparemos, con los que tengamos relación en particular los de la OCDE y otros. Y sí, eso introduce un elemento de cautela y tal vez, de limitaciones en cuanto a la normalización de la Tasa de Política Monetaria, en el sentido en que vamos un poco contra la corriente, es decir, mientras hemos ido bajando las tasas, economías desarrolladas las han subido o las mantienen elevadas.

Pero eso me parece que no es razón suficiente como para detener o retardar ese proceso de normalización. Creo que no hay presiones inflacionarias como nos lo han señalado, la brecha del producto está prácticamente neutra, levemente negativa, las expectativas muy ancladas. Me parece, bueno, y que ahí se muestra la Tasa de Política Monetaria sigue siendo restrictiva en 1,5, 200 puntos base, y me parece que en cuanto al efecto portafolio en el que yo creo, de hecho, he hecho trabajos sobre eso, pero me parece que tiene, hay un umbral de insensibilidad de las tasas internas a las externas y eso lo vemos, claramente, en las tasas pasivas que se están pagando en el sistema bancario... sistema financiero que incluso están por debajo de la Reserva Federal. Es decir, los bancos aquí están reconociendo a seis, a un año, dos años plazo tasas más bajas que las de un día de la Reserva Federal. Entonces, eso nos lleva a que no hay ese... esa respuesta inmediata y hay cierto umbral dentro del cual se puede actuar.

Creo que el mensaje es importante, como lo he reiterado, también, en otras ocasiones y un mensaje de mantener por varias sesiones la Tasa de Política Monetaria en niveles realmente o en términos reales muy elevada, puede llevar a un mensaje más bien, equivocado del que se quiere enviar. Es decir, uno ve las variables macroeconómicas que ya se han mencionado, las que menciona... y evalúa, positivamente, el Fondo Monetario: la economía crece, la inflación está controlada, las expectativas también, el tipo de cambio estable. Entonces se pregunta uno, bueno, y cuál es la razón para que el Banco Central muestre una cautela extrema al punto que podría enviar el mensaje más bien, equivocado y afectar las expectativas que ha logrado... ha costado tanto bajar y llevar a los niveles esperados.

Entonces, yo me inclino más bien, por lo que ya se ha señalado por una disminución gradual, pequeña, pero que indique un sendero. Estoy de acuerdo en que hay riesgos, en que hay que mantener la prudencia, pero, también, que hay que dar una pauta de lo que el Banco Central estima es congruente con todo el conjunto de variables que se han analizado. De ahí que yo me inclinaría, más bien, por una rebaja de 25 puntos. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Max.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

¿Continúa?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, doña Silvia.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Sí, muchas gracias. Bueno, yo suelo ser la de la cautela extrema que hablaba Max, soy de la parte más conservadora en estas posturas. Quería escuchar a los compañeros antes de opinar porque los he escuchado con atención. El temor que yo tengo es la materialización de los riesgos señalados, pero esa materialización me parece que, si se da, espero que no, será el año entrante. Entonces, en ese sentido, si la mayoría de la Junta se inclina por bajar 25 puntos base, yo puedo apoyar esa decisión porque me parece que, si hay espacio para hacerlo, es ahora. Más adelante, hay que ver, tenemos muchísima incertidumbre que es lo que yo, en lo que yo he insistido que nos estemos fijando.

Pero, ciertamente, los riesgos, a ver, la variabilidad y los efectos climáticos, los efectos de las guerras, algunos ya los hemos visto, los otros todavía están ahí, lamentablemente. El efecto portafolio, si recuerdo bien es el otro. Bueno, esto Max ya lo explicó en abundancia. Entonces, estaría de acuerdo en bajar la tasa de interés 25 puntos base y también, estoy de acuerdo en dar las señales que corresponde como Banco Central, sin dejar de mencionar que nuestros pasos son seguros, basados en la evidencia, por cierto, que aprovecho para felicitar nuevamente a la División Económica y todo el equipo por el excelente análisis que es, ciertamente, muy sólido y que nos permite tomar decisiones en medio de tanta incertidumbre como señalé. Muchas gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, don Miguel. Muchas gracias, doña Silvia.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Sí, la verdad es que yo hoy estaba bastante dudoso de qué posición tomar porque quería oír las opiniones de todos ustedes antes de tomar la decisión. Yo, también, me inclino por una baja en 25 puntos base. Yo, tal vez, para explicar la decisión, creo que, primer punto, es que la inflación y la expectativa de inflación, especialmente, se han consolidado. Eso es un proceso que tiene su tiempo. Yo creo que eso tampoco hay que cantar victoria inmediatamente, pero yo creo que sí hay un paso ahí que se ha dado.

La segunda, el elemento que a mí me ayudó a tomar esta decisión es que también las proyecciones de inflación han bajado, no sólo en como termine el año 2023, 2024, aun los tres trimestres del 2025. Entonces, eso creo que es importante. También, otro elemento que me parece muy acertado, y yo pienso que eso es una cosa que una pauta a seguir es que ahora donde ya, por decirlo así, tenemos que afinar el lápiz, es hacer esos pequeños cambios de 25 puntos base. Me parece que eso está muy bien, porque sí estamos en una zona donde ya todo el mundo reconoce que, bueno, más o menos, por el tema de cartera, eso hay que tomarlo en cuenta.

Me parece que, de todas maneras, siempre ha sido muy lamentable, desde que nosotros bajamos las tasas tanto, que la tasa activa negociada, prácticamente, no se haya movido. Entonces, que esa parte, ese elemento de que va a reactivar la economía y todo, yo pienso que, sinceramente, por lo menos por ese canal, no se está dando. También es el ilusorio pensar que, por lo menos, hasta el momento no he visto ninguna evidencia de eso.

De todas maneras, me parece que un elemento muy importante es cómo se comunica esta decisión. Uno de los elementos cuando uno, el Banco Central, dice, bueno, todo esto ha pasado así, así, así,

1 una cosa que a mí me ha llamado la atención es que, también, hasta las expectativas de variación
2 cambiaria y de inflación, a veces cambian. Precisamente, con la forma en que el Banco Central lo
3 comunica y creo que es un poco contraintuitivo decir que, al bajar esas tasas de interés, también...
4 pero es cierto que se va a comunicar que la razón es de qué... por lo menos yo pienso que esas
5 expectativas de inflación y la inflación son más bajas de lo que pensábamos antes.

6
7 Pienso que sí, y si se transmite eso también correctamente al mercado, el elemento de la cartera
8 pues va a ser más pequeño. Yo pienso que, efectivamente, hay una zona medio gris del elemento
9 de la cartera. Estamos en esa zona gris, hay que moverse con bastante cuidado para no pasar a una
10 zona donde, claramente, la gente quiera dolarizarse o lo que sea, pero pienso que queda aún ese
11 pequeño espacio.

12
13 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

14 Muchas gracias, don Miguel. Vean, compañeros, vean, teniendo cinco miembros que manifiestan
15 una voluntad, no voy a intentar persuadirlos. Además, creo que nunca lo hago, soy muy respetuoso
16 en eso, pero en mi caso yo sí estaría de acuerdo con mantener la tasa. O sea, se va a aprobar la
17 disminución de la tasa 25 puntos base, pero en mi caso yo manifiesto mi preferencia por
18 mantenerla. Precisamente, porque lo que tenemos es muy incipiente. Desde el punto de vista de la
19 producción no se ve que haber mantenido las tasas altas, haya perjudicado la producción. De hecho,
20 se ve un cierre de la brecha de producto, por un lado.

21
22 Por otro lado, nosotros sí tenemos alguna evidencia, en el pasado, de los efectos de cartera, el gran
23 temor lo tuvimos en 8, en el 14, en el 17, en 18, en el 20, 22 esos efectos y luego nos fue muy
24 costoso volver a recuperar. Entonces, también el movimiento es, al contrario, hacemos un
25 movimiento hacia la baja de la tasa y luego cuando se manifiestan las consecuencias, eso en materia
26 primero de expectativas, luego de tipo de cambio, luego de expectativas de inflación y finalmente
27 inflación, tendríamos que hacer la reversión de una manera muy rápida y bueno, ustedes recuerdan,
28 parte de la crítica fue lo rápido de los movimientos.

29
30 Entonces, yo quisiera, me hubiera gustado evitar que tengamos que devolvernos en algún momento.
31 Entonces, yo diría que, por cautela y por prudencia, mi preferencia es mantener la tasa, pero se
32 mantiene el voto cinco a uno de los miembros de la Junta.

33
34 Entonces, por favor, procedamos a la votación. Celia, espero que haya tomado nota de lo que dije
35 para la justificación del voto negativo. O sea, en realidad mi voto es positivo en el sentido de que
36 es de acuerdo con la recomendación del Banco y el voto de los miembros de la Junta es negativo
37 con respecto a la propuesta de la Administración del Banco. Entonces, creo que todas las
38 justificaciones van a tener que quedar y están muy bien, están muy bien fundadas y soy totalmente
39 respetuoso de eso.

40
41 Entonces, voy a proponerlo de esta forma, y por favor, levantemos o levanten la mano los están de
42 acuerdo en una reducción de 0,25 en la Tasa de Política Monetaria para pasar de 6,50 a 6,25. Tengo
43 don Max, doña Marta, don Jorge, don Miguel y doña Silvia no la veo, vamos a ver si es que está
44 ahí, hay varias pantallas... Doña Silvia, sí, entonces por mayoría con cinco votos a favor y un voto
45 en contra.

46
47 Darle firmeza al acuerdo. Entonces, ahí los que estemos de acuerdo con la firmeza del acuerdo.
48 Veo a don Max, don Miguel, doña Marta, don Jorge, doña Silvia y mi persona con seis miembros
49 todos estamos de acuerdo con darle la firmeza.

1 Sería un acuerdo por mayoría, entonces, doña Celia es la que tendría, tal vez, como queda en el
2 acta, perfecto, para no complicar la vida en la redacción, pues decir que por las razones que fueron
3 dadas en la discusión el presidente votó en mantener la tasa en 6,50. Creo que, el cuidado más bien
4 ahora ya me cambia el...

5
6 *Se deja constancia de que el señor Róger Madrigal López, presidente del Banco*
7 *Central de Costa Rica, votó en contra de lo dispuesto en el presente acto administrativo, por las*
8 *razones que quedaron consignadas en la parte expositiva de este artículo. La firmeza del*
9 *presente acto fue votada por unanimidad de los miembros de la Junta Directiva.*

10
11 Perdón, doña Celia, ¿qué pasó?

12
13 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

14 Don Róger, disculpe, es que yo no veo la cámara encendida de doña Silvia.

15
16 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

17 Sí, yo la veía hace un momento cuando le conté el voto yo la vi... Ahí está, ahí está, hola doña
18 Silvia.

19
20 **SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:**

21 Se mira, pero en la segunda pantalla Celia.

22
23 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

24 Gracias.

25
26 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

27 Es que son dos pantallas, sí es lo que pasa. Por eso yo tuve que hacer el cambio.

28
29 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

30 Sí ya la vi, gracias.

31
32 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

33 Muchas gracias, muy amable.

34
35 No, lo del asunto de señalar la pauta. Yo quisiera decir, hay que ver la redacción de la brecha de
36 producto prácticamente se cierra, aunque ligeramente negativa, que las expectativas, pero el
37 argumento más fuerte es que el análisis prospectivo de la inflación hoy es menor al que se vio en
38 la última reunión de política monetaria. Entonces, sí que eso se va a extender hasta el tercer
39 trimestre del 2025. Entonces, en ese horizonte temporal se ve una inflación dentro del rango de
40 tolerancia con respecto a la meta.

41
42 Y sí, tal vez un mensaje ahora ya un poquito más general, de que el Banco, cuando las condiciones
43 lo permitan aspiraría a tener una posición neutral de política. No quisiera, más bien, con el cambio
44 de la tasa, prometer porque lo que vamos a tener son presiones para que en la próxima se baje y yo
45 no creo que haya ese espacio, sinceramente yo no veo ese espacio, pero bueno, por hoy pasa, pasará
46 las veces que ustedes voten. Don Miguel.

47
48 **SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:**

49 Sí, yo también veo que no hay ya mucho espacio, eso sí yo... y prometer que uno lo va a bajar a
50 'x' muy rápido, eso es difícil porque también depende de otros factores fuera de nuestro control.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, perfecto.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, pero creo que sí debe señalarse un poco la senda, incluso, para guardar congruencia con lo que, supongo, será la recomendación del Fondo. No es que hay un compromiso de una fecha en particular, todos estamos de acuerdo, pero sí la intención de normalizar, de continuar el proceso de normalización siempre y cuando los datos demuestren que es posible.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, a ver...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Yo creo que ese mensaje sí debe recogerse -me parece- en el acuerdo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, algo de cuando las circunstancias lo permitan y los datos así lo indiquen y demás y el enfoque prospectivo. Y aquí nosotros tenemos una parte muy grande, que no depende de nosotros, que es todo el entorno externo. Y de hecho desde el punto de vista del entorno externo hay más riesgos hoy de los que había en la última discusión y la última vez que se hizo el cambio.

Pero sí, tiene la coherencia, podemos más bien decir, que si las circunstancias lo permitieran el Banco continuará hacia una postura neutral de política monetaria. Ahí yo sé que, los compañeros, Evelyn, Betty, Alonso, buscarán las palabras adecuadas, en todo caso lo revisaremos en el transcurso de la tarde. ¿Estarían de acuerdo con eso?"

Analizado el tema, la Junta Directiva, con base en la documentación conocida en esta oportunidad, en los comentarios y observaciones transcritas en la parte expositiva de este artículo y

considerando que:

A. El artículo 2 de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*, dispone como parte de sus objetivos principales el mantener la estabilidad interna de la moneda nacional; esto es, procurar una inflación baja y estable.

La estabilidad de precios protege el poder adquisitivo de la población, reduce los costos de transacción, de información y de coordinación y, además, facilita el cálculo económico por parte de los hogares y las empresas.

Estas condiciones favorecen la eficiente asignación de recursos en la economía y la estabilidad macroeconómica; con ello se incide positivamente en el crecimiento económico, en la generación de empleo y, en general, en el bienestar de la población.

B. El Banco Central conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación. En este contexto, la política monetaria tiene un carácter prospectivo y utiliza la Tasa de Política Monetaria (TPM) como principal instrumento para establecer su postura de política.

1 Para decidir el nivel de la TPM, evalúa el comportamiento reciente y la trayectoria de los
2 pronósticos de la inflación, así como la de sus determinantes macroeconómicos. La decisión,
3 además, considera el análisis del entorno macroeconómico y sus perspectivas, así como los
4 riesgos, tanto internos como externos, que de materializarse podrían desviar la inflación de su
5 proyección central.

6
7 C. En el entorno externo, las presiones inflacionarias han cedido a diferentes ritmos entre países;
8 no obstante, la inflación ha sido más persistente de lo previsto, y todavía se ubica por encima
9 del objetivo de los bancos centrales. Debido a lo anterior, la postura de la política monetaria
10 mantiene un tono restrictivo, aún en aquellas economías donde sus bancos centrales han
11 reducido la tasa de interés de referencia. Analistas internacionales coinciden en que el
12 escenario central de pronóstico contempla tasas altas por un período superior al previsto
13 algunos meses atrás.

14
15 D. En el ámbito local continúa el dinamismo de la actividad económica. En agosto del 2023 el
16 Índice Mensual de Actividad Económica creció a una tasa interanual de 6,6% y a una tasa
17 media anual de 5,8% en los primeros ocho meses del año. Al igual que en meses previos, el
18 impulso en la producción provino, en mayor medida, del régimen definitivo, que creció 4,7%
19 en términos interanuales, y que acumuló once meses de aceleración mensual. Si bien la
20 producción de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio mantuvo una tasa
21 de crecimiento elevada, como era previsible, esta ha tendido a moderarse.

22
23 Por otra parte, los indicadores del mercado laboral nuevamente mostraron una mejoría. En el
24 trimestre móvil finalizado en agosto, las tasas de desempleo y subempleo se ubicaron en 8,8%
25 y 6,0%, menores en 3,0 p.p. y 3,6 p.p. a las de igual mes del 2022. Además, el índice de salario
26 real siguió al alza; no obstante, su evolución ha sido diferenciada por sector institucional y
27 calificación: la ganancia en términos reales se observa en los salarios del sector privado y en
28 los de los trabajadores de calificación media y baja.

29
30 E. En setiembre último la inflación general y el promedio de indicadores de la inflación
31 subyacente continuaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la
32 meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.). La primera alcanzó una variación interanual de -2,2%, por
33 lo que, por cuarto mes consecutivo hubo deflación, aunque de una magnitud menor en
34 comparación con el mes previo. Por su parte, la inflación subyacente se mantiene en valores
35 positivos, aunque bajos (0,5% en tasa interanual).

36
37 F. El comportamiento de los indicadores de inflación en los últimos meses ha estado influido por
38 la reversión de choques de oferta de origen externo. De estos choques destaca la reducción, en
39 relación con lo observado en el 2022, del precio de materias primas, en especial de los
40 hidrocarburos y de los costos de transporte, así como el restablecimiento de las cadenas
41 globales de suministro.

42
43 Existen factores del ámbito interno que también contribuyeron con ese comportamiento,
44 particularmente:

- 45
46 i) El carácter restrictivo de la política monetaria, a pesar de la reducción en la TPM aplicada
47 entre marzo y julio últimos (250 puntos base).
48 ii) El efecto base debido al choque inflacionario del 2022 que se manifestó con mayor fuerza
49 entre febrero y agosto de ese año.

1 iii) En menor medida, la apreciación de la moneda local que reduce las presiones al alza en
2 los precios de los bienes, principalmente de los importados.

3
4 G. La reversión de los choques de oferta de origen externo también queda de manifiesto en el
5 comportamiento del Índice de Precios del Productor de la Manufactura, cuya variación
6 interanual en setiembre último alcanzó -4,9%. Ello sugiere una menor presión por empuje de
7 costos sobre los indicadores de inflación al consumidor final.

8
9 H. Las expectativas de la encuesta que aplica el Banco Central, así como las estimadas con base
10 en la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense, señalan la
11 reducción de las presiones inflacionarias, al ubicarse en torno a la meta. Es relevante destacar
12 que desde julio del 2022 las expectativas de inflación de mercado a 3 y 5 años, con las cuales
13 se evalúa el anclaje de esta variable, también se posicionan en torno a esa meta.

14
15 I. Los modelos de proyección del Banco Central indican que la inflación general, en lo que resta
16 del 2023 mostrará variaciones interanuales cada vez menos negativas y que retornará al rango
17 de tolerancia alrededor de la meta en el primer semestre del 2024. Adicionalmente, estos
18 modelos proyectan que, en los próximos ocho trimestres, la brecha de producto se mantendría
19 en valores cercanos a cero, con lo cual no se anticipan presiones inflacionarias originadas en
20 excesos de demanda.

21
22 J. Con la información disponible a la fecha de este acuerdo, la valoración de los riesgos para la
23 proyección de inflación general es al alza. Destacan las eventuales presiones alcistas en el
24 precio de las materias primas importadas, en particular hidrocarburos, ante la intensificación
25 de los conflictos geopolíticos en el Medio Oriente o por acuerdos de restricción de oferta, así
26 como las generadas por choques de oferta vinculados a eventos de naturaleza climática.

27
28 La materialización de estos riesgos tiene implicaciones directas sobre la inflación local y los
29 costos de producción, y podría incidir negativamente en el proceso de formación de las
30 expectativas inflacionarias.

31
32 Otro riesgo al alza que está presente es la potencial recomposición del portafolio de
33 instrumentos financieros, cuya materialización podría incrementar las expectativas de
34 variación cambiaria y, su eventual transmisión a las expectativas de inflación. Este efecto se
35 reforzaría ante el aumento en el precio de las materias primas importadas.

36
37 K. Dada la valoración del comportamiento reciente y esperado de la inflación y sus determinantes
38 macroeconómicos, de los riesgos y, del rezago con que actúa la política monetaria, esta Junta
39 Directiva estima que existe espacio para continuar con la reducción gradual, ordenada y
40 prudente de la TPM, en procura de alcanzar una posición neutral. Este proceso continuará,
41 siempre y cuando las condiciones lo permitan.

42
43 L. El Banco Central reitera su compromiso con el seguimiento de la inflación y sus determinantes
44 macroeconómicos, con el fin de adoptar de manera oportuna las medidas de política monetaria
45 necesarias para consolidar la estabilidad interna de la moneda nacional.

46
47 **dispuso por mayoría y en firme:**

48
49 reducir el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, para ubicarla en 6,25% anual
50 a partir del 26 de octubre del 2023.

Comunicar: Presidente del Banco Central, sistema financiero nacional, diario oficial La Gaceta (c.a: Gerencia, Auditoría Interna, División Económica, División Gestión de Información, División Gestión de Activos y Pasivos, Área de Comunicación Institucional, intranet).

ARTÍCULO 9. *Criterio sobre el proyecto de ley ‘Reforma del artículo 2 de la Ley del Banco Central, Ley No 7558 del 3 de noviembre de 1995. Ley para incorporar el pleno empleo como meta prioritaria del Banco Central’, expediente 23.165.*

Los señores Betty Sánchez Wong y Fabián Ramírez Gamboa, directora y funcionario, en ese orden, del Departamento Análisis y Asesoría Económica adscrito a la División Económica, participaron virtualmente en la discusión del asunto al cual se refiere este artículo.

De conformidad con el orden de día, se conoció el oficio DEC-CPL-3.1_652, del 24 de octubre de 2023, por medio del cual el señor Alonso Alfaro Ureña, economista jefe del Banco Central, remite un estudio, así como un borrador del criterio que podría adoptarse sobre el particular, en torno al proyecto de ley denominado *Reforma del artículo 2 de la Ley del Banco Central, Ley No 7558 del 3 de noviembre de 1995. Ley para incorporar el pleno empleo como meta prioritaria del Banco Central*, expediente 23.165.

Del documento DEC-CPL-3.1_652 se transcribe lo siguiente:

“I. Solicitud

La Comisión Permanente Ordinaria de Asuntos Hacendarios de la Asamblea Legislativa solicitó, mediante nota AL-CPAHAC-0389-2022, el criterio del Banco Central de Costa Rica (BCCR) sobre el proyecto de ley ‘Reforma del artículo 2 de la Ley del Banco Central, Ley No 7558 del 3 de noviembre de 1995. Ley para incorporar el pleno empleo como meta prioritaria del Banco Central’, contenido en el expediente 23.165.

II. El proyecto de ley

La iniciativa modifica el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558), con el fin de establecer como obligatorio lo dispuesto como objetivo subsidiario en el literal a) del artículo 2 de esta norma, de la siguiente manera:

<i>Artículo 2 de la Ley 7558 vigente</i>	<i>Artículo 2 de la Ley 7558 propuesto en el expediente 23.165 (se resalta el cambio de fondo con respecto al texto vigente)</i>
<i>Artículo 2.- Objetivos</i> <i>El Banco Central de Costa Rica tendrá como principales objetivos, mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas y, como objetivos subsidiarios, los siguientes:</i>	<i>ARTÍCULO ÚNICO- Se reforma el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley N.º 7558 del 3 de noviembre de 1995 para que en adelante se lea:</i> <i>Artículo 2- Objetivos</i> <i>El Banco Central de Costa Rica <u>deberá</u> mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas <u>acorde con el potencial de la economía para aumentar la producción, con el fin de</u></i>

a) Promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos de la Nación, procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio. b) Velar por el buen uso de las reservas monetarias internacionales de la Nación para el logro de la estabilidad económica general. c) Promover la eficiencia del sistema de pagos internos y externos y mantener su normal funcionamiento. d) Promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo. [...]	<u>promover el pleno empleo de los recursos productivos, los precios estables y las tasas de interés moderadas en el largo plazo. Además, tendrá como objetivos subsidiarios los siguientes:</u> a) Velar por el buen uso de las reservas monetarias internacionales de la nación para el logro de la estabilidad económica general. b) Promover la eficiencia del sistema de pagos internos y externos, y mantener su normal funcionamiento. c) Promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo. [...]
---	--

El texto propuesto es similar en su finalidad al presentado en las iniciativas legislativas tramitadas bajo los expedientes 18.056 del 4 de abril del 2011; 20.262 del 10 de febrero del 2017 y 21.264 del 31 de julio del 2019; en las tres oportunidades la Junta Directiva del Banco Central rindió criterio negativo¹⁰⁸. De igual forma, comparte su esencia con la modificación al artículo 2 contemplada en el expediente 22.961 y sobre el cual el señor presidente del Banco Central indicó no apoyarla¹⁰⁹.

Cabe agregar que, en relación con el proyecto de ley en consulta, el presidente del Banco Central compareció ante la Comisión Permanente de Asuntos Hacendarios el 18 de abril último, ocasión en la que concluyó que, además de ser innecesaria, la iniciativa podría tener implicaciones negativas para el desempeño macroeconómico del país.

III. Comentarios de la División Económica

A. Según la exposición de motivos, el expediente 23.165 busca atender problemas económicos de naturaleza estructural y coyuntural. De los primeros cita el alto desempleo y la baja generación de empleos de calidad, insuficientes políticas públicas que promuevan el empleo en Costa Rica, así como un crecimiento económico reducido. De naturaleza coyuntural, agrega, una alta inflación y volatilidad cambiaria.

En ese contexto, modifica el artículo 2 de la Ley 7558 para establecer que el BCCR debe “mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas acorde con el potencial de la economía para aumentar la producción, con el fin de promover el pleno empleo de los recursos productivos, los precios estables y las tasas de interés moderadas en el largo plazo” (el resaltado no es del original).

B. La propuesta parte de supuestos u observaciones sin asidero o que no pueden ser verificados empíricamente, entre ellos:

- a. Que mantener una inflación baja y estable y alcanzar un mayor crecimiento económico son contradictorios.
- b. Que el Banco Central de Costa Rica (BCCR) cuenta con instrumentos de política que le permiten alcanzar cada objetivo de manera independiente. Los instrumentos de política

¹⁰⁸ En ese orden, mediante artículo 6 de la sesión 5587-2013 del 13 de marzo del 2013, artículo 6 de la sesión 5794-2017 del 24 de octubre del 2017 y, artículo 5 de la sesión 6023-2021 del 14 de setiembre del 2021.

¹⁰⁹ Posición dada en el oficio PRE-0063/2023 del pasado 15 de agosto, dirigido a la señora Diputada Paulina Ramírez, presidenta de la Comisión Permanente de Asuntos Hacendarios de la Asamblea Legislativa.

monetaria establecidos por el legislador son las tasas de interés, el encaje mínimo legal, las operaciones de mercado abierto y el redescuento. Así, por ejemplo, la existencia de presiones inflacionarias ocasionadas por excesos de demanda de los agentes económicos requiere aplicar incrementos en la tasa de interés de política, lo que moderaría la demanda agregada.

c. Que el mandato dispuesto por ley debe ser escogido para atender eventos de naturaleza coyuntural.

Décadas de pensamiento económico sobre la conducción de la política monetaria, además de evidencia internacional y nacional, apoyan y justifican el por qué el BCCR debe mantener el esquema monetario que busca el control de la inflación. Estos temas serán abordados en tres líneas: a) los determinantes del crecimiento económico, b) el aporte de la política monetaria para promover el crecimiento económico y la generación de empleo, c) la conducción y formulación de la política monetaria por parte del BCCR, centrada en las últimas dos décadas.”

Del mismo modo, de lo expuesto sobre el tema en cuestión, se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Vean, estamos en un pequeño lío porque estamos con el documento de... ¿qué tanto tiempo tenemos, doña Hazel para la Asamblea? ¿No tenemos tiempo?

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Realmente, estamos vencidos porque más bien nos habíamos comprometido a mandarlo la semana pasada.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Podríamos quedarnos unos 15-20 minutos más?

Démosle viaje, por favor. ¿Quién lo va a presentar, Betty?

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, adelante, Betty.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Eso es un asunto ampliamente discutido por el Banco, creo que es de los acuerdos más recurrentes que hemos dicho en el dictamen negativo a este tipo de propuestas, en realidad no hay -yo digo- ninguna sorpresa en cuanto a la postura. Coincido con doña Marta y con los compañeros de la semana pasada que, tal vez, el documento requería algunas ampliaciones en cuanto al vocabulario por si acaso lo van a leer, aunque, aun así, aunque lo lean, vamos a ver, ¿qué son Operaciones de Mercado Abierto? Entonces, hablamos de los instrumentos, pero igual siempre hay un límite. Pero, en fin, adelante compañeros.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Bueno, quizá muy rápido, como dice don Róger, han sido cuatro expedientes sobre... cinco expedientes sobre los cuales... que tienen un espíritu similar sobre los cuales el Banco se ha pronunciado. En tres ocasiones, fue esta Junta Directiva que, en el 2013, en el 2017 y en el 2021 que estos tenían una redacción similar y ahí dio criterio negativo.

Posteriormente la Presidencia del Banco este año mandó criterio sobre otro expediente que también tenía una redacción similar al artículo 2, y externó ahí su posición negativa desde la Presidencia del Banco, eso fue un oficio que mandó a la Comisión Permanente de Asuntos Hacendarios.

1 También, este año sobre este expediente que es el 23.165, dio posición o criterio negativo como
2 Presidencia del Banco Central. Entonces, han sido, como bien dice don Róger, diversas ocasiones
3 en las que se ha pronunciado.

4
5 En qué consiste el proyecto de ley, modificar el artículo 2 de la ley de Banco Central y no dice
6 expresamente, que es objetivo prioritario, pero en su redacción, incluso en el nombre mismo de la
7 iniciativa lo que se establece es que sea un objetivo o que sea una meta prioritaria del Banco y lo
8 que hacen es subir lo que está como objetivo subsidiario de 'buscar el crecimiento económico y el
9 pleno empleo' lo suben al objetivo, a un deber. Le quitan la palabra 'objetivo principal'.

10
11 Entonces, el texto lo que dice *'el Banco Central deberá mantener la estabilidad interna y externa*
12 *de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas, acorde con el potencial de la*
13 *economía para aumentar la producción, con el fin de promover el pleno empleo de los recursos*
14 *productivos, los precios estables y las tasas de interés moderadas en el largo plazo'*. Y en adelante
15 sigue tal cual está la redacción del artículo 2, quitando por supuesto la parte referida a producción
16 y pleno empleo.

17
18 Entonces, esa es en síntesis la propuesta. Lo que argumentan los expositores es que se deben atacar,
19 por ejemplo, básicamente tres problemas estructurales: el alto desempleo, la baja generación de
20 empleos de calidad; que las políticas públicas -es genérico- no son suficientes para promover el
21 empleo de los costarricenses y que el crecimiento económico es reducido. Apunta a un par de
22 elementos coyunturales en la justificación, una alta inflación y volatilidad cambiaria. Entonces,
23 bueno lo que dice abajo ya lo comenté.

24
25 Los argumentos que hemos dado, estos son en realidad argumentos que se han citado en los
26 distintos criterios que se han dado. Que el proyecto, en este en particular señalamos que el proyecto
27 parte de supuestos u observaciones sin asidero o que no pueden ser verificados. Básicamente tres,
28 que hay contradicción entre mantener una inflación baja y estable y alcanzar un mayor crecimiento
29 económico, esa es la primera que señalamos.

30
31 Que el Banco Central dispone de instrumentos de política monetaria que le permitan alcanzar cada
32 uno de estos objetivos. Aquí vamos a hacer una acotación que, a la hora de citar los instrumentos
33 de política del Banco, involuntariamente, omitimos el Encaje Mínimo Legal. Citamos tasa de
34 interés, operaciones de mercado abierto y redescuento que es lo que dice la Ley y a mí en particular,
35 se me fue el Encaje Mínimo Legal tan importante que es. Pero entonces ahí...

36
37 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

38 ¿En dónde se le fue? Betty, perdón.

39
40 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

41 En estas tres, se fue en el documento cuando se hace la introducción de los...

42
43 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

44 Instrumentos.

45
46 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

47 ...de la posición del Banco Central..., de la División Económica. Entonces, esa es la introducción
48 del literal 'B' y ya en el desarrollo de ese literal 'B', en un aparte propiamente que refiere a
49 instrumentos, que es el aparte 2.2, ahí se me fue.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Pero es corregible eso?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí y en el considerando 'B' de la propuesta que, adjuntamos al acuerdo de Junta Directiva. Entonces, particularmente son las páginas 3, 7 que es el documento y 12 que es la propuesta de proyecto de acuerdo. Pero, sí es corregible en lo que se vaya a enviar.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Es subsanable y de una vez procedan a modificar el documento, pero no creo que la Junta esté en desacuerdo en modificar el documento si es con esta mejora para lo que se vaya a ir para la Asamblea.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

No es que yo tache el encaje mínimo legal. Eso no fue adrede.

Bueno, sobre estos elementos en realidad la literatura económica y la evidencia han sido amplios. Yo creo que aquí no vale la pena a menos de que quieran, pero el documento lo que cita es que, reducir la inflación lo que anda buscando o lo que busca es fomentar el crecimiento económico y se cita las razones de por qué una inflación baja y estable. El segundo elemento, que los instrumentos de política monetaria tienen efectos cuando se aplican, efectos simultáneos en inflación y producción, particularmente, el ejemplo es tasa de interés, subo tasa de interés en busca de inflación...de alcanzar un objetivo de inflación y eso tiende a... tasas más altas tienden a ...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

A contener la demanda agregada. En teoría tienen efectos simultáneos en inflación y demanda agregada más que producción.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Está bien. Bueno, esto es otro elemento al que echamos mano, que es la relación que existe entre... inversa entre inflación y crecimiento. Esta ha estado presente en los diversos criterios que el Banco ha dado sobre expedientes de naturaleza similar.

El otro elemento que se rescata es que el crecimiento potencial de la economía no depende de que el Banco Central baje tasas de interés, reduzca el encaje, no depende de los instrumentos de Banco Central, sino de una serie de elementos que salen del control de Banco Central. Factores estructurales que permitan: inversión en infraestructura y educación; faciliten el realizar negocios; incursionar en emprendimientos; que no haya fricciones en el mercado laboral; promover la inversión en investigación y desarrollo; la calidad de las instituciones, del marco institucional. Entonces, son elementos que se salen del ámbito de acción de Banco Central.

También, otro elemento que se desarrolla en el documento es que está demostrado y no sólo en Costa Rica, sino la experiencia internacional señala que, utilizar la política monetaria para fomentar el crecimiento eso lo que genera es presiones inflacionarias adicionales. Los agentes incorporan esa falta de compromiso de Banco Central con la estabilidad de precios y lo incorporan en sus decisiones. Entonces, políticas monetarias expansivas de manera permanente generan más inflación y las consecuencias que eso tiene en el crecimiento económico en el largo plazo.

Aquí hay un elemento que, llama la atención, por ejemplo, la iniciativa dice 'buscar la estabilidad de las tasas de interés'. Entonces, mezcla instrumentos con... o sea, variables resultado con

1 instrumentos de política. Entonces, también, hay un desarrollo para esa parte en el documento.

2
3 Esta ya viene a ser la última. El implementar una política monetaria que resulte en una inflación
4 baja y estable facilita el anclaje de las expectativas de inflación. Y el caso, -eso es en general- y en
5 el caso de costarricense los esfuerzos que se han hecho, en parte también apoyados por la misma
6 legislación, con la modificación de la ley de Banco en el año 95, ese compromiso con la inflación
7 permitió al Banco -que fue un proceso que tardó alrededor de 15 años- desinflar la economía y
8 mejorar la credibilidad del Banco Central. Que esto lo vemos con la evolución de las expectativas
9 de inflación.

10
11 En general, bajo una condición donde hay expectativas ancladas los bancos centrales pueden
12 aplicar una política monetaria expansiva de manera transitoria con el fin de promover crecimiento,
13 pero sin comprometer el objetivo de inflación. Entonces, lo que se desarrolla en el documento, se
14 indica 'la redacción vigente de la ley, ya permite aplicar una política monetaria contracíclica'.
15 Entonces, si hay condiciones para hacerlo, si la evolución de la inflación y sus determinantes lo
16 permiten el Banco aplica una política contracíclica. Y ya lo hemos hecho, lo hemos hecho en la
17 experiencia de estos últimos cuatro años, básicamente ha habido episodios de reducción en Tasa
18 de Política Monetaria, reducción en la tasa encaje mínimo legal en colones y la misma facilidad de
19 crédito que se dio en época de pandemia. Si bien, fue una medida que se le calificó de medida
20 macropprudencial, también, fue una expansión monetaria que se dio porque había espacio. Entonces,
21 la Ley tal como está ahorita permite aplicar esa política contracíclica.

22
23 Básicamente, eso es lo que tenemos. La recomendación, es rendir criterio negativo a este proyecto
24 23.165 y la última que les comentaba, era ajustar el documento y el acuerdo para que haga mención
25 explícita al Encaje Mínimo Legal como instrumento de política monetaria.

26
27 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

28 Betty, ese ajuste y el ajuste de la tasa de interés sobre la demanda agregada, no necesariamente
29 sobre la producción.

30
31 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

32 Está bien. Sobre producción. Sí señor.

33
34 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

35 Muchas gracias. Don Miguel y luego don Jorge.

36
37 **SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:**

38 Sí. Yo estoy totalmente de acuerdo con el criterio negativo. Además, yo añadiría una cosa que tiene
39 que ver, no con las cosas de la teoría y el empírico de otros países, sino también con la historia de
40 Costa Rica reciente y es que la inflación baja y estable ha generado, también, más confianza en el
41 colón y que ha permitido rendimientos positivos a ahorrantes en colones y esos ahorrantes que
42 tienden a ser los hogares más vulnerables y que entonces, también, hay un elemento ahí que es
43 importante de rescatar de la experiencia de Costa Rica, que eso es importante. Gracias.

44
45 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

46 Excelente, muchas gracias don Miguel. Don Jorge.

47
48 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

49 Bueno, yo estoy de acuerdo completamente con el informe que presenta la División Económica y
50 el dictamen del Banco tiene que ser negativo a ese proyecto de ley y por todas las razones que se

han dicho.

Ahora, yo quería agregar una pequeña cosita a este asunto. Yo estuve revisando algunas de las actas y documentos de la FED, que es uno de los ejemplos que utilizan en ese proyecto de ley para establecer un... lo que se llama un mandato dual o tripartito como efectivamente es. Encontré un documento que me parece que es muy bueno que es de Frederic Mishkin y el título del artículo de él que es una disertación que dio en el *Bridgewater College* de Virginia hace unos pocos años se llama '*Monetary Policy and the Dual Mandate*' está exactamente en el punto este. Y él establece que, en realidad, lo que la ley dice -ahí la señala- es que tiene tres elementos ese mandato: establecer una baja inflación; el empleo y; también dice algo que repite nuestra Ley también y es que mantener bajas y estables las tasas de interés de largo plazo.

Entonces, él dice que este tercer mandato lo desecha porque en una economía macroeconómicamente estable es la única que puede producir tasas de interés bajas y estables a largo plazo. Entonces, él dice que se queda con dos mandatos. Y en la práctica, a pesar de que la Ley está redactada en la forma que acabo de decir, en la práctica todo el mundo habla del doble mandato de la FED del empleo y controlar la inflación.

Entonces, también en esa misma charla, el autor, lo que dice es que lo fundamental para la FED es tener un ancla para la inflación, ese es el primer punto y al hablar del primer punto, ahí lo que está diciendo es que hay prioridad en ese elemento. Entonces, no hay tal, la historia de que puedan coexistir dos mandatos potencialmente contrapuestos y que se puedan cumplir simultáneamente.

Y, entonces dice claro, el dato fundamental para cualquier Banco Central, en realidad, es controlar la inflación y tenerla bien anclada. Entonces él se hace la pregunta y ¿cómo es que puede, entonces traerse a colación el segundo mandato del empleo? Y, entonces, él dice expresamente que, por supuesto, la FED nunca ha establecido metas en inflación por, perdón, en empleo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Empleo.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

¿Por qué razón? Porque el Banco Central no controla lo que puede ser el empleo y mucho menos sería la utilización plena de los recursos que van más allá de lo que es el recurso productivo, que va más allá de lo que es el empleo. Entonces, eso lo que dice es que la mejor forma de contribuir con el empleo es lo que acaban de decir todos ustedes, lo que dice ese documento, es tener una inflación baja y estable es fundamental, para que exista resultados en el empleo que sean positivos y sobre todo que sean duraderos, que sean sostenibles y eso es lo que es fundamental.

También, muy recientemente Jerome Powell, que es la actual cabeza de la FED, manifestó lo mismo en una comparecencia ante el Congreso. Entonces, él dijo que lo fundamental es que el Banco Central en estos momentos pueda reducir la inflación, a pesar de que haya un pequeño sacrificio en términos de actividad económica y de empleo. Entonces, una vez más le está dando prioridad a la lucha contra la inflación sobre las otras, esas variables.

Y, entonces a mí me parece que la conclusión a la que yo llego es la siguiente, si un banco tan importante como la FED hace una distinción que a pesar de que no está hecha en la ley, hace esa distinción de prioridad, eso es muy congruente con lo que tiene la legislación costarricense en la actualidad. Eso por un lado y, por otro lado, me atrevo a especular de que, si no nos hicieran caso y que aprobaran la ley, el Banco no podría llegar a establecer metas de crecimiento o de empleo,

1 porque no está en su arsenal. Entonces, yo creo que nada pasaría, pero bueno, eso no lo vamos a
2 decir. Pero a mí me parece que muy clara está la práctica y el fundamento conceptual en la FED
3 para que no sea necesario reformar la ley aquí en Costa Rica. Gracias.

4
5 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

6 Muchas gracias, don Jorge. ¿Algo más? Muy bien. Entonces, compañeros someto a votación... ah
7 perdón, Alonso.

8
9 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

10 Sí, nada más, entonces para interpretar bien, sería el criterio negativo, realizar la corrección que
11 Betty anotó. Realizar la corrección de en vez que diga 'producción' que diga 'demanda agregada'
12 y la idea sería también si les parece, ajustarlo con algunos de los elementos que han mencionado
13 que parecieran...

14
15 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

16 En los considerandos, yo diría. Ya no en el documento si no en los considerandos y esa conclusión
17 es fundamental que en la práctica ya hay literatura que señala que en la práctica en los Estados
18 Unidos lo que se ha dado... se ha establecido un orden de prioridad y la prioridad está en la
19 inflación baja y estable. Aún en el caso de un banco que se cita como ejemplo de que tiene ese
20 mandato dual.

21
22 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

23 Yo escribí unas notas se las voy a mandar.

24
25 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

26 Le agradecería.

27
28 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

29 Se las voy a mandar.

30
31 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

32 Todavía mejor.

33
34 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

35 Le agradecemos mucho. Sí, algo que averigüé en este proceso es que lo que se... doña Celia me
36 confirmó, lo que se envía a la Junta, perdón a la Asamblea es el acuerdo y el documento es el
37 insumo para poder tomar la mejor decisión, pero justamente el acuerdo es el crucial para poder
38 transmitir la idea. Entonces, de acuerdo incorporamos en los considerandos...

39
40 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

41 Averíguese, Alonso, yo no sé si nosotros lo hemos hecho, en el tiempo en los últimos meses, pero
42 siempre es bueno, ejemplos que la Junta ha señalado que se envíe el acuerdo y el documento.

43
44 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

45 *Okey.*

46
47 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

48 ¿Qué pasó? Betty adelante.

49
50 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

1 No, eso ha sido en documentos en acuerdos de crédito, que viene el proyecto de ley, primero vemos
2 criterio y luego se ve proyecto de ley o dictamen sobre alguna solicitud de endeudamiento, entonces
3 se le pone cuando se ve el criterio, que es la segunda ocasión; entonces se dice, bueno, adjuntemos
4 el documento que sirvió de base para la decisión previa, pero ustedes... usualmente, como dice
5 Celia, se manda el acuerdo de Junta, pero no quita que ellos pidan el documento.

6
7 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

8 Yo lo enviaría, pero vamos a ver qué dice don Iván.

9
10 **SR. IVÁN VILLALOBOS VALERÍN:**

11 No, vamos a ver, la Junta Directiva cumple enviando nada más el acuerdo porque ahí es donde está
12 la opinión de la Junta, después de discutir cosas como estos planteamientos que le hacemos a la
13 Administración. A veces en los mismos proyectos se ha mandado el documento porque el
14 documento sugiere redacciones, nuevas propuestas, etcétera. Entonces, para no ponerlo todo en el
15 acuerdo, sí en el acuerdo, entonces, se remite para que lo tome en consideración la Asamblea. Pero
16 lo normal es que, con el acuerdo de ustedes, baste, en esta ocasión bastaría sólo con el acuerdo, no
17 tienen que adjuntar el documento de soporte.

18
19 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

20 Bueno, pero a mí me parece que eso podría cambiar todo el documento, parte de la formación
21 educativa para los diputados y también, para el público en general. Ese documento en mi opinión
22 está muy bien jalado y en todo ese documento, en ese documento más que en la resolución de la
23 Junta, están las razones de por qué se fundamenta la cosa. Yo, si fuera posible, yo me inclinaría,
24 bueno, siempre es posible, yo creo que se les puede mandar a la comisión que esté estudiando eso,
25 para que se mande todo el documento completito.

26
27 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

28 Sí, yo igual, yo creo que no hay... como ustedes los abogados nos dicen, lo que abunda no daña.
29 Entonces...

30
31 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

32 De acuerdo. Entonces, ajustaríamos el documento para adjuntarlo como parte del acuerdo que se
33 envía. Lo único que quería agregar es que Fabián, que nos acompaña, también, estuvo participando
34 o más bien, yo creo que él fue el que desarrolló gran parte del documento y quería... no quería
35 dejar pasar la oportunidad de mencionarlo que es, él trabaja con Betty.

36
37 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

38 Muchas gracias, Fabián.

39
40 **SR. FABIÁN RAMÍREZ GAMBOA:**

41 Hola.

42
43 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

44 Bueno, entonces votémoslo ¿Estamos de acuerdo en enviar el acuerdo con el documento? ¿Quiénes
45 estamos de acuerdo? Observo las seis personas, me observo a mí mismo, entonces, seis a favor. Y
46 darle firmeza, los mismos seis manifestamos la anuencia a darle firmeza. Aprobado en firme.

47
48 Doña Celia, regáleme un par de minutos, hay una pregunta que no le respondí a don Max, entonces
49 quiero que lo... puede quitar la grabación ya, ya se termina la Junta. Se da por terminada la Junta
50 el día de hoy.”

Analizado el tema, la Junta Directiva, con base en el criterio técnico contenido en el oficio DEC-CPL-3.1_652, del 25 de octubre de 2023, conocido en esta oportunidad, en los comentarios y observaciones transcritas en la parte expositiva de este artículo y

considerando que:

- A. La Asamblea Legislativa solicitó el criterio del Banco Central de Costa Rica en relación con el proyecto de ley *“Reforma del artículo 2 de la Ley del Banco Central, Ley No 7558 del 3 de noviembre de 1995. Ley para incorporar el pleno empleo como meta prioritaria del Banco Central”*, contenido en el expediente 23.165.

Según sus exponentes, esta iniciativa busca atender problemas económicos de naturaleza estructural y coyuntural. De los primeros cita el alto desempleo y la baja generación de empleos de calidad, insuficientes políticas públicas que promuevan el empleo en Costa Rica, así como un crecimiento económico reducido. De naturaleza coyuntural, agregan, una alta inflación y volatilidad cambiaria.

En ese contexto, modifica el artículo 2 de la Ley 7558 para establecer que esta entidad debe *“mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas acorde con el potencial de la economía para aumentar la producción, con el fin de promover el pleno empleo de los recursos productivos, los precios estables y las tasas de interés moderadas en el largo plazo”* (el resaltado no es del original).

- B. La propuesta parte de supuestos u observaciones sin asidero o que no pueden ser verificados empíricamente, entre ellos:

- a) Que mantener una inflación baja y estable y alcanzar un mayor crecimiento económico son contradictorios.
- b) Que el Banco Central de Costa Rica (BCCR), cuenta con instrumentos de política que le permiten alcanzar cada objetivo de manera independiente. Los instrumentos de política monetaria establecidos por el legislador son las tasas de interés, el encaje mínimo legal, las operaciones de mercado abierto y el redescuento. Así, por ejemplo, la existencia de presiones inflacionarias ocasionadas por excesos de demanda de los agentes económicos requiere aplicar incrementos en la tasa de interés de política, lo que moderaría el crecimiento económico.
- c) Que el mandato dispuesto por ley debe ser escogido para atender eventos de naturaleza coyuntural.

- C. En el mediano plazo no es posible utilizar la política monetaria para alcanzar, simultáneamente, objetivos de inflación baja y estable y crecimiento económico. Una política monetaria expansiva que busque estimular la producción por encima de su nivel potencial generará presiones de demanda agregada y, con ello, una mayor inflación.

- D. Fomentar el crecimiento económico y la generación de empleo requiere de un esfuerzo en muchas dimensiones, que busque:

- a) Mejorar la calidad y la eficiencia de los factores de producción.

- 1
- 2 b) Mejorar las tecnologías con las que esos factores de producción se combinan en el proceso
- 3 productivo.
- 4
- 5 c) Fortalecer las instituciones. Por instituciones se entiende la forma en que la sociedad se
- 6 organiza para promover el emprendimiento, la creatividad y la búsqueda continua de la
- 7 eficiencia y para proveer seguridad jurídica, que garantice que los conflictos se resuelven
- 8 según la legislación, que se definan los derechos de propiedad y que exista un acceso
- 9 relativamente igualitario a las oportunidades económicas para un grupo amplio de la
- 10 población.
- 11

12 De lo anterior se infiere que:

13

- 14 a) Fomentar el crecimiento económico y la generación de empleo no depende,
- 15 exclusivamente, de las políticas monetaria, cambiaria y del sistema financiero a cargo del
- 16 Banco Central.
- 17
- 18 b) Los instrumentos de política de que dispone el BCCR no son los indicados para avanzar
- 19 en reformas en los campos mencionados. Las reformas estructurales que busquen
- 20 estimular el crecimiento potencial de la economía costarricense deben de formar parte de
- 21 una estrategia que comprenda acciones concertadas entre los sectores público y privado,
- 22 y cuyo impulso ha de provenir del Gobierno.
- 23

- 24 E. La contribución de un banco central al crecimiento económico potencial radica en la provisión
- 25 de un marco institucional para la promoción y defensa de la estabilidad macroeconómica y
- 26 financiera. Un pilar de esa estabilidad es una inflación baja y estable, en el tanto reduce los
- 27 costos de información y de transacción y facilita el cálculo económico y, con ello el proceso
- 28 de formación de expectativas por parte de los agentes económicos. Esto, a su vez, incide
- 29 positivamente en la inversión y en la generación de empleo.
- 30

31 Por el contrario, tasas de inflación altas y volátiles inciden negativamente en el desempeño

32 económico, ya que aumentan la incertidumbre sobre la evolución de otros macroprecios

33 (salarios, tasas de interés y tipo de cambio) y con ello detienen o reversan las decisiones de

34 ahorro e inversión. Además, debe tenerse en cuenta que una inflación alta deteriora el valor

35 del dinero en el tiempo, y perjudican especialmente a los hogares de menores ingresos.

36

37 Por lo tanto, la búsqueda de una inflación baja y estable como objetivo primario de un banco

38 central es condición necesaria para estimular el crecimiento económico de largo plazo.

39

- 40 F. Transformar el objetivo subsidiario dispuesto en el literal a) del artículo 2 en objetivo principal,
- 41 no tendrá impacto sobre los determinantes de largo plazo del crecimiento económico. La
- 42 redacción vigente de la Ley 7558 permite que las decisiones de política monetaria consideren
- 43 la fase del ciclo en que se encuentra la economía costarricense, tal como ya lo ha hecho el
- 44 BCCR en distintas ocasiones, para apoyar la recuperación económica, sin comprometer su
- 45 compromiso con una inflación baja y estable.
- 46

- 47 G. En la banca central moderna, la estabilidad de precios se establece como objetivo prioritario
- 48 por varias razones.
- 49

- a. La inflación alta y sostenida en el tiempo, que como se dijo es regresiva y contraria al crecimiento económico, es un fenómeno monetario. Si un banco central aplica una política monetaria irresponsablemente expansiva aun cuando las circunstancias aconsejen lo contrario, lo que conseguirá es mayor inflación y menor crecimiento económico.
- b. El marco operativo de la política monetaria y el compromiso del banco central con una inflación baja y estable debe ser claro; de lo contrario, las expectativas inflacionarias de los agentes podrían desviarse del objetivo inflacionario y generar presiones futuras de inflación.

H. El proceso gradual de reducción y estabilización de la inflación en Costa Rica tomó alrededor de 15 años, y se ha manifestado en mejoras en la credibilidad del BCCR. Este proceso, que ha confirmado que menor inflación está relacionada con mayores tasas de crecimiento económico, fue posible tanto por acciones a lo interno del Banco Central como por aprobaciones legislativas que fortalecieron su autonomía, por ejemplo, la promulgación de la Ley 7558 definió como prioritario el objetivo de estabilidad de precios y limitó el financiamiento al Gobierno Central.

Además, la mejora en el control de la inflación aumentó la confianza del colón como reserva de valor, lo cual se manifiesta en la desdolarización gradual del ahorro financiero. A manera de referencia, la participación de la moneda extranjera en la liquidez total del sistema financiero nacional pasó de 43,2% en diciembre del 2008 a 33,3% en setiembre del 2023. Este comportamiento apoya el mecanismo de transmisión de la política monetaria y con ello su efectividad.

I. En resumen, la presente iniciativa de ley es contraproducente para fomentar el crecimiento económico y la generación de empleo, pues introduce riesgos para la credibilidad del BCCR y la posibilidad de aplicar una política monetaria contracíclica, tal como ha hecho hasta ahora en el marco de la legislación vigente.

dispuso por unanimidad y en firme:

1. Emitir dictamen negativo del Banco Central de Costa Rica al proyecto de ley “*Reforma del artículo 2 de la Ley del Banco Central, Ley No 7558 del 3 de noviembre de 1995. Ley para incorporar el pleno empleo como meta prioritaria del Banco Central*”, contenido en el expediente 23.165.
2. Enviar a la Comisión Permanente Ordinaria de Asuntos Hacendarios de la Asamblea Legislativa copia del estudio técnico, remitido adjunto al oficio DEC-CPL-3.1_652 del 25 de octubre de 2023, con sustento en el cual, la Junta Directiva emitió criterio negativo al proyecto contenido en el expediente 23.165.

Comunicar a: Presidente del Banco, Comisión Permanente Ordinaria de Asuntos Hacendarios (c.a: Gerencia, Auditoría Interna, División Asesoría Jurídica, División Económica, Departamento de Análisis y Asesoría Económica).

1 **A LAS 13:29 HORAS FINALIZÓ LA SESIÓN.**
2

1 **ÍNDICE**

2
3 **ARTÍCULO 1**

4
5 Constancia de: a) reunión de trabajo, b) que esta sesión ordinaria se realizó de forma virtual y c)
6 inasistencia. Pág. 1

7
8 **ARTÍCULO 2**

9
10 Aprobación del orden del día. Pág. 2

11
12 **ARTÍCULO 3**

13
14 Aprobación de los proyectos de actas de las sesiones 6146-2023 y 6147-2023. Pág. 2

15
16 **ARTÍCULO 4**

17
18 Consulta de un miembro de la Junta Directiva en relación con lo sucedido en el Banco Nacional de
19 Costa Rica. Pág. 3

20
21 **ARTÍCULO 5**

22
23 Se dio por recibido el comentario de doña Silvia Charpentier Brenes, sobre seguridad de la
24 información, acceso y uso de datos. Pág. 6

25
26 **ARTÍCULO 6**

27
28 Información sobre la reunión sostenida entre la misión de Fondo Monetario Internacional y los
29 miembros de la Junta Directiva del Ente Emisor. Pág. 8

30
31 **ARTÍCULO 7**

32
33 Se aprobó el Informe de Política Monetaria a octubre de 2023. Pág. 10

34
35 **ARTÍCULO 8**

36
37 Se dispuso por mayoría y en firme, reducir el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos
38 base, para ubicarla en 6,25% anual a partir del 26 de octubre del 2023. Pág.94

39
40 **ARTÍCULO 9**

41
42 Se emitió dictamen negativo del Banco Central de Costa Rica para la aprobación legislativa del
43 expediente 23.165. Pág.112