

SESIÓN 6163-2024

Acta de la sesión extraordinaria seis mil ciento sesenta y tres-dos mil veinticuatro, celebrada virtualmente por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, a partir de las diez horas con cinco minutos, del jueves dieciocho de enero del dos mil veinticuatro, 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, Celia Alpízar Paniagua, secretaria general interina, Maribel Lizano Barahona, auditora interna interina, Alonso Alfaro Ureña, economista jefe del Banco Central de Costa Rica, Bernardita Redondo Gómez, directora de la División Gestión de Activos y Pasivos, Henry Vargas Campos, director de la División Gestión de Información, Iván Villalobos Valerín, director de la División Asesoría Jurídica, Mariano Segura Ávila, asesor de la Presidencia del Banco Central y Erika Sequeira Rojas, funcionaria del Departamento Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva.

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

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

Asimismo, se deja constancia de que esta sesión extraordinaria 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 del 2007, así como lo indicado por la División Asesoría Jurídica del Ente Emisor, en el oficio AJ-482-2008, del 22 de julio del 2008, relativos a sesiones virtuales de juntas directivas de instituciones públicas.

También, participaron virtualmente los señores, Hazel Valverde Richmond, Celia Alpízar Paniagua, Maribel Lizano Barahona, Alonso Alfaro Ureña, Bernardita Redondo Gómez, Henry Vargas Campos, Iván Villalobos Valerín, Mariano Segura Ávila y Erika Sequeira Rojas. Por otra parte, el señor Nogui Acosta Jaén, ministro de Hacienda y el señor Pablo Villalobos González, director interino del Departamento de Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva, no participaron 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.

Asimismo, 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:

Buenos días, compañeros. Damos inicio a la sesión extraordinaria 6163 de hoy jueves 18 de enero. Por favor, comprobemos que hay una grabación en curso. Doña Marta lo ve, doña Silvia, don Jorge,

don Max, don Miguel. Perfecto.”

ARTÍCULO 2. *Aprobación del orden del día.*

De inmediato, los miembros de la Junta Directiva entraron a conocer el orden del día. En relación con este asunto, se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Pasaríamos a la aprobación del orden del día. Yo no tengo ninguna sugerencia de cambio a la aprobación del día. Entonces, quisiera saber si estamos de acuerdo con el orden del día. Doña Marta, doña Silvia, don Miguel, don Max, don Jorge. Perfecto. Aprobado el orden del día.

Dicho eso, vamos a ... voy a tratar de... un procedimiento que vamos a seguir. Vamos a dejar que la Administración, para llamarlo en general, la Administración haga la presentación de su recomendación. Hacemos un receso y en el receso estaríamos los miembros de Junta Directiva, Alonso, Bernardita, Henry y la Gerencia y haríamos el receso y esos son los que se quedarían para la discusión y luego de eso retomamos la sesión. Entonces, dicho eso, sobre el procedimiento que queremos seguir.

Iría en este momento a asuntos de la Auditoría Interna ¿tienen algún asunto, doña...?

SRA. MARIBEL LIZANO BARAHONA:

No, don Róger, no señor, no tengo ninguno.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Perdón, don Róger, Alonso tenía la mano levantada.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ah, perdón.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Don Róger, disculpe la interrupción es nada más para anotar que creemos conveniente presentar la información relacionada con el Informe de Política Monetaria primero, antes de la recomendación, precisamente, porque más información es mejor para poder tomar una mejor decisión de política monetaria. Entonces, sugeriría.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, habíamos quedado que esa era una discusión completa, ¿verdad? Por temas de agenda lo separamos, pero la realidad es una única discusión. De acuerdo, Alonso, tal vez, ven lo del Informe de Política Monetaria y después, hacen la recomendación y es ahí donde haríamos el receso.

Entonces, ¿asuntos de algún miembro de Junta? ¿La Gerencia?

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

No, ninguno de mi parte.”

Analizado el tema, la Junta Directiva,

convino en:

aprobar el orden del día, modificándolo en el sentido de:

1. Adicionar, a la luz de lo dispuesto en el numeral 4, artículo 54, de la *Ley General de la Administración Pública*, Ley 6227, el comentario del presidente del Ente Emisor, en relación con un incidente tecnológico presentado en el Banco Central el viernes 12 de enero de 2024.
2. Conocer el asunto 3.2., referente a la discusión del Informe de Política Monetaria, antes de analizar del tema 3.1., análisis de Política Monetaria.

ARTÍCULO 3. *Comentario del señor presidente del Ente Emisor, en relación con un incidente tecnológico presentado en el Banco Central el viernes 12 de enero de 2024.*

En línea con lo informado en el artículo 4, del acta de la sesión 6162-2024, celebrada el 17 de enero de 2024, don **Róger Madrigal López**, presidente del Banco Central, comentó que la Junta Directiva consideraba importante referirse al incidente tecnológico ocurrido el viernes 12 de enero de 2024, para lo cual sugería realizar un comunicado de prensa.

Del citado asunto, se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

De asuntos de...voy a un asunto que creí que lo iba a decir algún otro compañero, pero lo voy a sacar yo. No, que la Junta sí considera oportuno de que se informe, en su debido momento, el incidente informático de la semana pasada. Pero la idea es que hay que resolver algunas cosas como lo de los enlaces dedicados, resolver qué es lo que hay que hacer si el Gaudi es estratégico, entonces, si es crítico y estratégico, entonces, resolver esa puerta por ahí. Y cuando se tenga la casa en orden hacer el comunicado.

¿Alguien quiere agregar de los miembros de la Junta? De lo que estoy diciendo, a ver si interpreté adecuadamente lo que conversamos. Bueno, doña Hazel.

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Don Róger, pero vamos a ver. Más bien aquí, el comunicado está listo, o sea, nosotros podemos emitir el comunicado de inmediato, eso no hay ningún problema. Los otros asuntos sí van a requerir algún tiempo adicional, lo cual podría ser más bien, que un comunicado posterior a que ya se hayan hecho revisiones de los temas de continuidad del negocio, sea inoportuno. O sea, ya demasiado separado en el tiempo.

Entonces, si se están refiriendo particularmente al comunicado, eso está listo y se podría, más bien, emitir en el momento que corresponda.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ahí el juicio, doña Hazel, que hay que tomar, creo que en algún momento lo dijimos al menos, en medio de la crisis del viernes pasado. Es... ¿Perdón?

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Don Róger, me gustaría que esto se discutiera, tal vez, en privado, por razones estratégicas.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ah, bueno, perfecto. Hagamos un pequeño receso doña Celia.”

Se deja constancia de que al ser las diez horas con nueve minutos el señor Róger Madrigal López, presidente del Banco Central de Costa Rica, decretó un receso que finalizó a las diez horas con dieciocho minutos, momento en que se reanudó la sesión.

Se dio por recibido.

ARTÍCULO 4. *Primera discusión del Informe de Política Monetaria a enero de 2024.*

Los señores Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Evelyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigación Económica, Julio Rosales Tijerino, director del Departamento de Estabilidad Financiera, César Ulate Sancho, Carlos Brenes Soto, Álvaro Solera Ramírez y Esteban Sánchez Gómez, todos funcionarios de la División Económica, así como Rigoberto Torres Mora, director interino del Departamento Estadística Macroeconómica, Manfred Viquez Alcázar y Jacqueline Zamora Bolaños, todos funcionarios de la División Gestión de Información, participaron en la discusión del asunto al cual se refiere este artículo.

En cumplimiento de lo establecido en el literal b, artículo 14, de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*, Ley 7558, y en atención a lo acordado en el artículo 5 del acta de la sesión 6041-2022, celebrada el 5 de enero de 2022, se llevó a cabo la primera discusión del Informe de Política Monetaria.

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

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Seguimos con análisis de política monetaria. Me imagino Alonso que usted tiene que hacer pasar a alguna gente.

¿Quiere recapitular algo de lo de ayer? O ¿va a ir directo? No sé.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, primero... Bueno, si...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Quería hacer lo del Informe de Política.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, exacto, primero vamos a empezar por ahí. Presentando la información que tenemos a cierre de 2023 y las proyecciones para el 24 y el 25. Celia ¿nos está ayudando para que pueda entrar la gente?

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

Sí, señor, ya les dijimos.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Perfecto, entonces vamos a empezar por ahí y luego vamos a recapitular un poco los temas que discutimos ayer con alguna información adicional -revisión- y luego hacer la recomendación. Ya le indiqué a las compañeras y compañeros, del tema de receso para que una vez que vemos la recomendación sepan que van a salir.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Algunos se podrán quedar. Yo diría una Betty, una Evellyn deberían quedarse.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Más bien, tal vez usted nos indica ¿verdad? Usted diría, tal vez, directores de departamento, bueno, Betty, Evellyn y...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Rigoberto lo vi.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Rigoberto, perfecto. Entonces, lo indicamos de esa manera una vez que estemos listos.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Me parece que Evellyn debería de estar.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Bueno, más bien, muchísimas gracias por la atención, yo creo que ya están dentro de la sesión y Manuel Esteban está presentando, creo que hay que ponerlo en configuración de visualización. Perfecto.

Entonces, vamos a empezar por lo que llamamos típicamente la primera discusión del Informe de Política Monetaria en el que se hace una revisión de las últimas estadísticas de cierre al 2023. Algunas proyecciones también de lo que está pasando en el mundo.

Entonces, más bien en esta parte, yo de una vez le podría pasar la palabra, me parece que en el tema de las proyecciones. Yo no sé si quisiera, Betty, tomar la palabra de lo que estamos observando para las proyecciones de crecimiento mundial en estos dos años que siguen.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

De acuerdo, gracias, Alonso. Buenos días, bueno, estamos usando de referencia las proyecciones que nos están dando el Informe del Banco Mundial de Perspectivas Económicas que salió a inicios de enero. Todavía estamos a la espera de las proyecciones que publique el Fondo Monetario, a finales de este mes.

Básicamente, lo que tenemos en cuanto a crecimiento económico es para el 24-25, es un crecimiento más moderado, que en el caso del año 2024 con respecto a los años previos continua un proceso de... o una desaceleración económica. Lo que señala este organismo en particular es que el riesgo de una recesión ya lo ven prácticamente... o sea, muy, muy bajo. Y suponen un crecimiento mundial para el 2024 de 2,4% con un repunte dijeron hacia el 2025 de tres décimas, o sea pasaríamos de un 2,4 a un 2,7.

Acá para el 2024 mucho está determinado por las economías avanzadas. En general, si uno ve los bloques economías avanzadas, emergentes y en vías desarrollo, en el 2024 todas desaceleran, pero en particular el mayor efecto es de economías avanzadas.

Lo que explican, básicamente o lo que consideran, básicamente, estaría detrás de esta desaceleración

son tres elementos: uno, el aumento de los riesgos que introduce los conflictos bélicos, particularmente en el Medio Oriente; una política monetaria restrictiva, que ha permanecido restrictiva por un tiempo mayor al previsto inicialmente y el otro elemento que señalan, es un comercio internacional cuyo comportamiento ha sido menos... o vamos a ver... más lento de lo que tenía antes de la pandemia. Entonces, básicamente, esos son los tres elementos que están detrás de la desaceleración. Básicamente, es lo que contemplamos en el ejercicio.

Y si uno revisa las proyecciones que había dado el Fondo Monetario en octubre pasado. La línea es similar, los niveles son un poquito distintos, pero la línea de comportamiento es similar y las razones, también, se mantienen.

Bueno, precios de hidrocarburos lo que tenemos -igual, revisamos con la última información disponible- tenemos un precio promedio para el 2024, ligeramente, más bajo que el que habíamos contemplado en octubre pasado. El precio de hidrocarburos promedio que está considerado en el ejercicio es USD 97; 97,4. En el ejercicio de octubre teníamos USD 4,6 más alto que esos 97,4, o sea, muy parecido a la estimación del 2023. Y para el 2025, también, tenemos un... de acuerdo con las proyecciones y el comportamiento de los futuros tendríamos un precio también inferior a lo que habíamos previsto en octubre pasado.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Betty?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Simplemente, para tenerlo claro yo. A veces damos el precio del barril de petróleo y a veces hemos dado el precio de lo que llaman el compuesto.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

El coctel.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Qué es este precio?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Este es el de coctel. Aquí Rigoberto me puede apoyar. Pero lo que tenemos acá implícito es un precio de *WTI* en torno a los USD 70. 70 un poco más, pero se ajustó también un poco el margen entre precio de *WTI* o de petróleo y de producto terminado. Esto con información que nos había suministrado, que nos suministró Recope.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Es correcto Betty, tiene un supuesto de USD 25 sobre ese precio *WTI* en el 24 y de 20 en el 2025. Hubo momentos en que esa diferencia tuvo USD 35, ha venido bajando. Y en este año empezó como alrededor de 20 pero tenemos 25 en este momento para todo el año y 20 para el 25.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí, es un supuesto conservador.

¿Perdón?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, perfecto, continúen.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Bueno, entre otros elementos, este comportamiento de los precios de hidrocarburos se refleja en una mejora -en la anterior, Esteban, gracias- en los términos de intercambio tenemos proyectado una mejora de 1,4 en términos de intercambio para el 2024 y de 1,8 en el 2025. En ambos años, hay una revisión al alza con respecto a lo que habíamos discutido con ustedes e incorporado en el Informe de Política de octubre pasado.

Bueno, esta es ilustrativa, el comportamiento que estamos incorporando, la trayectoria de tasas de intereses, como se ha comentado en informes previos o en reuniones previas, es un comportamiento a la baja en tasas de interés, que eso es lo que el mercado está previendo. Partiendo... por ejemplo Bonos del Tesoro, partiendo del 5,1 a inicios del 2024 y llegar a 3,6 a finales del 2025. Esto es información de mercado.

Bueno, ya ahí entramos a las proyecciones locales que le paso la palabra a Henry.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Sí, buenos días. Tal vez, ahí, me gustaría empezar indicando que el ejercicio sigue preliminar, aunque no anticipamos cambios significativos respecto a estas cifras. Lo otro es que las observaciones que nos hace siempre la Junta son muy valiosas, ya sea para ir a revisar o cosas que debamos reforzar en el comentario del Informe de Política. Entonces, las observaciones van a ser muy bien recibidas. Betty ya anticipó que el crecimiento de Estados Unidos promedio del 2024-2025 desacelera respecto al 2023 y eso es coherente también con lo que nosotros tenemos estimado a este momento, que va a ser un crecimiento alrededor del 4%.

A nivel de componentes, la evolución del consumo de los hogares nosotros tratamos siempre de relacionarla con lo que estimamos para el ingreso personal disponible que ahí hay un efecto combinado, obviamente, dentro de lo que pasa en la producción, la evolución de los términos de intercambio y para efectos de la economía como todo el efecto neto de los pagos de factores que hace el país. Pero el punto es la evolución del consumo de los hogares guarda una correlación con el resultado del ingreso disponible.

En el caso del consumo de Gobierno se aprecia una ligera aceleración respecto al 2023, pero hay que considerar que el 2023 hubo una política, digamos restrictiva en el tema de contratación, además de la salida de gente que ya se ha comentado en otras oportunidades. Entonces, esto en parte, también, incorpora, por lo menos para el 2024, lo que está previsto en el presupuesto de contratación de personal. Yo supongo que hay cierto reemplazo, no es que, estamos alejándonos de lo que dice la regla fiscal, sino hay un incremento en el número de contrataciones, pero siempre sujeto a lo que establece la normativa vigente.

La formación bruta de capital estaría creciendo ahí alrededor de 7,4 y 6,3 en el 2024 y 2025 después del crecimiento que ya observamos en el 2023. Ahí, desaceleraría tanto el tema de la construcción como la maquinaria y equipo.

Aprovecho para una nota al pie respecto a una duda que planteó don Max. Lo que pasa es que cuando uno ve la evolución de la importación de bienes de capital mensualmente, se nota una desaceleración muy marcada sobre todo en el último trimestre del 2023, pero cuando uno ve el promedio anual y

además hace la separación entre precio y cantidad, en promedio la importación de bienes de capital sí creció en el 2023. Y para el bienio, también, estamos estimando que habría aumentos de importaciones de bienes de capital en términos de volumen que estarían también sustentando este aumento de la inversión.

En el caso de...

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Don Henry, me permite nada más para complementar. Hoy en la mañana estuve viendo un poco ese tema y vimos los materiales de construcción. Cuando uno toma ese dato de materiales de construcción y lo deflacta por un índice de precios, -ahí tenemos el pechadito que es el global, pero da una idea global sin petróleo- los materiales de construcción crecieron alrededor de un 9% en volumen en el año 2023. Lo cual, claramente, porque hay un tema de precio se ve un nivel nominal, un crecimiento bastante escaso, pero al deflactarlo en volumen sí hay un crecimiento. Entonces, va un poco en línea con la consulta que hacía don Max ayer y que a lo mejor no la abordé de manera integral.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Muchas gracias, Rigoberto.

Y la parte de las exportaciones, tendrían tasas que son positivas y altas si se comparan con el crecimiento medio de la economía, pero desaceleradas si lo comparamos con el 2023 y eso está asociado un poco, también, a la evolución del crecimiento de Estados Unidos.

En el caso de las importaciones de bienes veríamos una aceleración dado el nivel con el que cerramos el año anterior y la desacumulación de inventarios con la que se cerraría el 2023, que daría espacio para un crecimiento mayor.

No sé si sobre eso tienen alguna pregunta.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Sí, Henry. Una pregunta, sobre el tema del consumo de los hogares, que me llama la atención, en el 2025 es una tasa relativamente alta, si lo vemos históricamente y también, incluso, en comparación con el 2024 es un salto de 3,4 a 5. Entiendo -si mal no recuerdo- de los términos de intercambio aumentan más en el 2024 que en el 25.

Entonces, se pregunta uno, ¿qué impulsa esta aceleración del consumo de los hogares? Si lo vemos por el lado del empleo, como ya se ha visto, hay menos personas trabajando, generando ingresos con cierta recuperación de los salarios. Entonces, no sé si por ese lado, es que la recuperación del poder adquisitivo por la baja inflación, en fin. Tal vez, elaborar un poco qué justifica ese 5%.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Sí, vamos a ver, nosotros como supuesto para estimar el consumo lo que vemos es cómo va a evolucionar el ingreso disponible. Y ahí está el tema de la ganancia de términos de intercambio y de momento, en términos de volumen, lo que tenemos estimado es como que el pago neto de factores que tienen que hacer el país desacelera en el 2025. De hecho, justo antes del inicio de la Junta ahí estábamos conversando de que a ese le vamos a dar una revisión más exhaustiva para ver si se mantiene.

Pero de momento el impacto que tiene la ganancia por términos de intercambio y esa desaceleración

en el pago de rentas netas al exterior que están generando un crecimiento mayor al 2023 en el ingreso disponible y por esa correlación que hacemos con el consumo es que nos está impactando. Pero lo vamos a revisar para ver si amerita algún ajuste, porque sí es uno de los factores que llama la atención ahí.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Henry, un pequeño comentario. Relacionado con el tema del empleo, algo que no comentamos ayer, pero lo habíamos comentado en una conferencia de prensa, fue que las personas que están trabajando 40 o más horas ha aumentado bastante, o sea, se ha recuperado bastante. Y el número de horas en general, en promedio que están trabajando las personas se ha incrementado.

Entonces, si bien, tal vez, el número de ocupados no ha experimentado una recuperación tan grande por las personas jóvenes y por las personas de mayor edad, las personas que están trabajando ya ahora se ve mucho en las estadísticas, hay mucho menos subempleo. Las personas están trabajando tiempos completos -incluso, tal vez, hasta horas extra- en mayor proporción que la que lo que hacían previamente. Entonces, eso tiene que estar relacionado también con mejor ingreso de esas personas que va a los hogares.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Dos preguntas. Bueno, una que también uno podría no sé si se puede calcular el número de horas totales del país antes y después de la pandemia para ver, porque eso podría ser un número que cambia efectivamente.

Esa es una, pero la pregunta aquí va por el tema de las exportaciones y las importaciones, tenemos el dato del 2023 y como que parece castigar ambas, yo sé que es un pronóstico conservador que se creció un 10% y cae casi cuatro puntos y después más de cuatro puntos y los bienes, tanto en bienes como en servicios. Y en importaciones pasa al revés, que sube casi tres puntos. Entonces, la pregunta es, cuál es la base para hacer esas proyecciones.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Sí, ahí, entonces hay que entrar un poco más detenidamente en cada uno de los componentes. Por ejemplo, lo que son regímenes especiales que estuvieron en el 2023 en algunos momentos, incluso, con tasas ahí de 20%, ahí simplemente, estamos haciendo un supuesto de que no van a continuar a ese ritmo. Es en parte juicio y entonces, ahí ya uno entraría al afinamiento de cuánto quiere que se desaceleren esas exportaciones. Pero el punto es que, dado el crecimiento tan significativo hay un supuesto conservador de que esto va a tender a desacelerar, aunque con tasas todavía altas.

Igual tenemos esto en la parte de las exportaciones de servicios. Dado los niveles de ingreso de turistas que tuvimos en el 2023 que eso vaya a desacelerar en el 2024 y 2025 coherente con el crecimiento de Estados Unidos, que también tiene una desaceleración.

Y en el caso de las importaciones, principalmente de bienes, es por el comportamiento sobre todo que se observó en el cuarto trimestre que vimos ayer, donde prácticamente los componentes de bienes de capital y materias primas tenían variaciones negativas y entonces uno esperaría que...y eso llevó a la economía a hacer un uso de inventarios uno esperaría que este año haya ese espacio para que crezcan un poco más.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Don Henry, además, -perdón- para agregar ahí en el caso de las importaciones de bienes, tenemos información de un sector que estaría en el 24 y el 25 trayendo bienes de capital, que tienen una

contraparte en inversión directa y eso también está contemplado acá. Estamos hablando alrededor de 500 millones distribuidos, no necesariamente, de manera uniforme en los dos años, pero sí alrededor de 500 millones en esos dos años, entonces, eso está contemplado acá en los bienes.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Tiene sentido que haya bajado. Bueno, sí tiene sentido que baje la tasa de crecimiento de exportaciones. Importaciones yo eso, tal vez, ahí no lo veo, por lo menos no termino de entender ahí. Pero el tema, tal vez, de las exportaciones es ver si existe alguna métrica que le pueda ayudar a uno a afinar eso un poco más, no sé, por decir algo una relación de exportaciones dividido en metros cuadrados de construcción de naves industriales, una cosa así. Porque si ...no sé si 'x' empresa pasó de dos a tres edificios uno o pasamos de tantos metros a tantos metros, uno se imaginaria que esos metros que se construyeron fue precisamente para producir más y exportar más.

No sé si eso mismo con los servicios, la parte de... no sé, si se sabe alquileres o algo así. Porque es como una medida que quizás les pueda ayudar de cara al futuro de lo que vaya a pasar, por lo menos del 2024. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Miguel.

Henry, a mí lo que me queda de la explicación suya es, en el caso de bienes, lo que tenemos es una coherencia con el crecimiento de socios comerciales. Eso está bien, pero también, recuerden que el fenómeno que nos ha hecho diferentes en los últimos tres años es la inversión directa que ahora hablo sobre eso con Rigoberto, lo que acaba de decir. Entonces, como que hay un extra de la capacidad exportadora en las zonas de perfeccionamiento activo en zonas francas. Entonces, no sé si esa relación que habla don Miguel se podría hacer ahí. Entonces, cómo justificar el esfuerzo.

En servicios, ahí tenemos también un pequeño dilema porque en servicios yo estoy de acuerdo que ser conservador, no hay que echar las campanas al aire, pero la información que uno tiene es que el turismo le está yendo muy bien. Entonces, le fue muy bien en el 23: 7,4 y estamos pasando de 4,9 a 5 en el 2024. Entonces, también que le den una revisadita ahí a la tendencia que pueda tener eso.

Y en lo de importaciones, creo que la explicación que dieron, que habló Rigoberto, son dos cosas. Una es como una reposición de inventarios, esa me quedó clara desde ayer que hay que reponer inventarios, entonces ahí vamos a traer más.

Yo no sé de esa empresa en particular o ese grupo, esa actividad en particular de importación de bienes de capital tiene que ver con algo ya anunciado que es, también, la llegada de expansión que actividades de empresas de zona franca, particularmente la industria electrónica, Rigoberto.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Es correcto.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Esa parece que puede ser más bien, justificada, reposición de inventarios y el conocimiento específico del tipo de inversión que está llegando al país. Entonces, ahí el supuesto.

SR. MANFRED VÍQUEZ ALCÁZAR:

Róger, me permite un comentario respecto a lo que dice don Miguel. Tuvimos una reunión con la empresa en cuestión del área tecnológica a la que Rigoberto hace mención. Quiero aclarar que hay

un comunicado de prensa de la empresa y del Ministerio de Comercio Exterior respecto al tema de la gran inversión que planean hacer a lo largo de dos años.

Uno de los elementos que la misma empresa nos manifestó es que alguien los... otra entidad de Gobierno los estaba midiendo a través de *Google Maps* y decía que no veía cambios en la planta y nos hicieron una aclaración y creo que, tal vez, esto puede ilustrar a don Miguel, dice: 'en metros cuadrados la planta de esta empresa no va a cambiar significativamente pese a que estamos hablando de una inversión total de 1.200 millones, 500 de los cuales son bienes de capital'. Dice: 'toda la reconfiguración de la planta va a ocurrir debajo del mismo techo'.

Y uno de los elementos importantes a tener en cuenta es que cuando las empresas este de inversión directa traen esas cantidades de bienes de capital no generan una presión al mercado de divisas, toda vez que están auto financiadas por las mismas casas matrices bajo el criterio de inversión directa.

Entonces, don Miguel, hay que tener cuidado con el tema de metros cuadrados, imagínese, estamos hablando de una sola empresa 1.200 millones de inversión y cero cambios en metros cuadrados en la planta, porque toda la reconfiguración ocurre debajo del mismo techo. Entonces, digo, no significa que todas las empresas funcionan de esa forma, pero sí es importante que tengan en cuenta ese elemento.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Sí, yo estoy de acuerdo que esto no es una medida perfecta para hacerlo, pero quizás sea mejor que uno simple y sencillamente pronosticar que si estábamos en 20 y de ahí a 12 y tirarlo a 8 ¿verdad? Digamos, no sé, uno podría fijarse históricamente a ver si lo que está diciendo Manfred no me va a dar un R cuadrado de 1, claramente, por lo que está diciendo, pero puede ser que sí me dé información valiosa. Entonces, si hay información valiosa tomarlo en cuenta.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Don Róger, si me permite una pregunta. No sé si adelante vienen las proyecciones o las tienen desagregadas por tipo de régimen, pero me llamó la atención en el Informe de Coyuntura las diferencias entre el régimen definitivo y los regímenes especiales. Y no sé si las proyecciones de crecimiento son iguales, ya que tuvimos este cambio en el último trimestre.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, continuemos compañeros ¿Me están escuchando?

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Sí, señor.

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

Sí.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Sí, bueno, lo que comentamos ahora, por el componente de demanda, a nivel de industrias veríamos una actividad agropecuaria que crecería alrededor de 2%. La actividad manufacturera alrededor de 3,9. La desaceleración es coherente con el comportamiento que tenemos previsto en las exportaciones para las empresas de regímenes especiales.

En realidad, prácticamente casi todas las industrias veríamos esa desaceleración que ya explicamos para la para la actividad económica. Aunque hay algunas que destacan por crecer más que el

promedio de la economía, como en la parte de los servicios.

El aspecto, también, creo que es positivo es que de momento con la información que tenemos actualmente, no anticipamos actividades que se vayan a contraer por lo menos en el horizonte de pronóstico del Informe de Política Monetaria.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Henry, una consulta: a nosotros de alguna forma nos ha tomado por sorpresa la construcción. Cuando definimos, hace un año teníamos algunos indicios, nada más que los permisos no daban esa información. Me parece que fue con marzo, abril que se dice viene y viene grande, y fue mucho más de lo que nosotros vimos, vimos tasas muy altas en algún momento. Creo que ya pasó como el 40% de crecimiento en términos interanuales de construcción y ahora se desacelera.

Hay forma de hablar con alguien a ver si eso puede ser en algo temporal y que retomará fuerza o más bien no, nos vamos a ir, más bien, a las tasas históricas de esta economía que son, relativamente, en promedio, bajas en construcción. Que en construcción que todas las veces dos, tres veces al año, cuatro veces al año dedicamos un rato y eso es el lamento de lo que ocurre con obra pública y a veces que la privada está también estancada.

¿Prospectivamente, qué se sabe?

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Bueno, vamos a ver, en la parte pública, nosotros lo que trabajamos son con los proyectos que ya están aprobados, tienen financiamiento y programación de desembolsos y hacemos un supuesto de subejecución que así, sin que sea, sin que me crea que es el dato exacto, de lo que tienen estimado, nosotros ponemos el 50%, dada la experiencia que tenemos con la capacidad de ejecución.

En la parte privada, nosotros ahí conversamos esto siempre con el Colegio Federado de Ingenieros y Arquitectos, que ellos toman como base más o menos cómo andan las solicitudes de permisos. Podemos volver a conversar con ellos, para ver si ellos consideran que esto es algo temporal o es ya un... no sé si es muy atrevido, así como que estamos llegando ahí un estado estacionario, pero vamos a hablar con ellos nuevamente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, continúen por favor, muchas gracias.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Buenos días a todos. En el sector externo, lo que estamos viendo, bueno, ayer comentábamos la corrección del déficit en la cuenta corriente de 2,1 a 1,4 fundamentalmente, por menores importaciones de bienes. Donde ha influido como comentábamos, fue importante el efecto precio, se sobreestimó un poco las exportaciones del segundo semestre y eso hizo esa corrección. Estamos observando un comportamiento de los servicios como neto, es decir, exportaciones menos importaciones, siempre importante, alrededor de un 11% en los siguientes años. A lo mejor ahí podríamos valorar esos comentarios y retroalimentación que hemos recibido.

En la parte del déficit primario que sigue siendo el principal componente que explica el resultado negativo en la cuenta corriente, aun cuándo ha mermado, pues sigue siendo ese factor que no hace que esa brecha sea negativa. Y es de esperar que, conforme la economía atrae ahorro externo bajo la modalidad de inversión directa, tengamos también una lógica, una rentabilidad a esa inversión. Aquí es donde hay que hacer la aclaración que, cuando ponemos, porque a veces se interpreta mal,

incluso, algunos analistas y cuando toman el monto que se pone como débito en la renta, la inversión directa asumen que es una salida de recursos de la economía y no necesariamente hay una contrapartida de ese débito, que es un incremento mismo de la inversión directa que en este año anduvo alrededor de un 70%. Es decir, de cada USD 10 de utilidad, USD 7 quedaron en la economía y estamos suponiendo 6,4 más o menos para un 60% para los siguientes 24 o 25 de ese componente.

Entonces, en términos generales vemos una economía de 2024 con déficit en la cuenta corriente de 2%, ahí estaría reflejando ese incremento en las importaciones, por lo que se ha comentado y, además, porque ya no veríamos ese efecto precio también en esos dos años que sigue favoreciendo en el 2023. Incluso, era uno de los factores de riesgo que se observaba ahí el tema de los costos de transporte que, también, implicaría erogaciones adicionales para la economía por ese concepto.

Entonces, estamos teniendo un déficit en la cuenta corriente de... viéndole 2, alrededor del 2% para el siguiente bienio, totalmente financiado con inversión directa y con un comportamiento de los servicios que sigue siendo relevante y reflejando ese cambio estructural que, también, comentábamos ayer de la economía costarricense, donde cada año el valor nominal de superávit de la balanza comercial -bienes más servicios- es más positivo. Claro aquí lo están poniendo en temas del PIB pues no... como escala del PIB pues no se ve ese incremento, pero en términos nominales sí.

Bueno, esto básicamente estamos... ya habíamos comentado los componentes de la cuenta corriente. Aquí tal vez poner énfasis en la inversión directa que estamos viendo un 4,5 en el año; 4,5 del PIB en el año 2023; 4,6 en el 2024. Ahí estamos viendo un poco esa inversión mayor de los 500, bueno, distribuido en dos años de Intel, bueno ya dije la empresa, bueno el sector tecnológico, en todo caso hubo un comunicado, la idea era no decir el nombre.

Pero en este caso hay que tener en consideración y ahora con la intervención de Manfred hablaba de USD 1.200 millones, pero una parte de esa inversión que ellos anuncian no implica una entrada estrictamente de recursos, lo que hace es una menor salida en el sentido de que alrededor de 700 millones es reinversión de utilidades. Ellos ya venían haciendo una reinversión de utilidades y este año anunciaron que estarían reinvertiendo alrededor de 700 millones más los 500 que bienes de capital, pues serían los 1.200 que en ese momento se hablaron... se habló en la prensa.

Y eso nos permite mantener un nivel ahí del 4,6%; ahí el 25 del 4,3 todavía habría que verlo. Acá tenemos dos elementos, si bien don Henry planteaba el tema de la parte de juicio, también tenemos modelitos estructurales y de corto plazo que nos permiten, de alguna manera, fundamentar esa estimación. Entonces, ahí tenemos un modelo autorregresivo -gracias, Manfred- lo que queremos decir, considera elementos más de corto plazo y otro más estructural y al final lo que hacemos es un promedio... con los datos observados trimestrales para ver si eso es validado. Entonces, la inversión directa está alrededor de ese 4, como promedio 4,4 para el bienio 2024-2025.

Y sigue siendo relevante también y eso es importante destacarlo, el apoyo presupuestario previsto para el año 24 y 25 particularmente en el 24; 1,9% del PIB y 0,9 en el 2025. Porque eso es un elemento y hay que tener en consideración acá. Hemos venido viendo un mercado cambiario bastante superavitario hay una buena parte que sin duda es la parte real, la parte turismo, en general, observamos un buen comportamiento de las exportaciones del régimen y alguna parte de eso, obviamente, llega al mercado de cambios, pero, además tener en consideración que el Gobierno prácticamente ha estado ausente, relativamente ausente en el mercado local en dólares en el 23, 24 y todavía en el 25. Los recursos que están previstos -según lo que nos compartimos con Hacienda- estaría permitiendo cubrir esas necesidades al Gobierno y no como en el pasado o tener que el Banco

Central suplirle parte de los recursos o que ellos vayan al mercado interno la plaza local a colocar títulos en dólares; que de alguna manera va a reducir alguna oferta de divisas en el mercado de cambios según lo que hemos logrado ver según el estudio que hemos realizado.

Entonces, sí, tener en cuenta que uno observa un sector externo bastante manejable para el año 2024, 2025 y en la parte financiera una inversión directa que sigue siendo importante, podríamos ver si en el 2025 puede ser un poco más pero que además el Gobierno tiene todavía recursos en proceso que le estarían permitiendo hacerles frente a los requerimientos de este año, de este bienio de una vez e incluso le queda en una partecita ahí para el 2026.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Una reflexión para los que están en la redacción del documento. Yo no sé si dará para eso, pero aquí lo que... con ese comentario de Rigoberto, lo que uno ve es como un efecto cambiario de mediano plazo de la situación fiscal sobre el mercado cambiario. En la medida en que el Gobierno mejore sus finanzas públicas reduce su necesidad de endeudamiento, tanto en colones como en dólares y al reducir su necesidad de endeudamiento en dólares, en términos relativos del producto -todo escalado al producto- su presión sobre el mercado cambiario es menor. Nosotros, recordemos las presiones que tuvimos en el 20, 21 y 22 y era precisamente, porque el Gobierno dejó de ser un oferente y pasó a ser un demandante neto de divisas. Lo que Rigoberto adelanta es que lo fue en el 23, lo va a continuar el 24 y 25, el Gobierno más bien sería un oferente neto de divisas en el mercado.

Claro, tal vez no en un día particular, pero como tendencia de la oferta de divisas en el mercado de divisas, en el mercado cambiario, sí tiene ese efecto. Entonces, hay una dimensión fiscal de lo que está ocurriendo en el mercado cambiario, en ese sentido, de que le quita presiones de demanda y, por lo tanto, uno podría estirar todavía un poco más el argumento que son presiones hacia la apreciación cambiaria, ¿no sé si comparten eso o no lo ven así?

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Yo sí lo veo así, Róger.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Okey.

SR. MANFRED VÍQUEZ ALCÁZAR:

Tal vez, un elemento adicional, en un contexto, en un horizonte en el que el Gobierno no estaría captando en dólares en el mercado local, pero que en el transcurso del tiempo sí hay vencimientos, entonces, de ahí es que resulta ser un oferente neto al mercado de divisas.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien, continúen, no quiero atrasarlos, denle agilidad a esto, compañeros.

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Básicamente, esto ya lo comentamos es el tema de dónde están los cambios específicos en el 23 y qué estamos viendo para el 24 respecto a lo que teníamos en octubre. En realidad, el cambio era rededor de 1,8 pasó a 2, en el caso del 24. Tal vez, aquí destacar que estaríamos viendo un saldo de activos de 14% en 2024 y 12,8% en el 2025 que luego -como les adelantaba también ayer- se refleja en un índice de reservas que cerraría alrededor de 139 en el 2024, pero sí bajaría en el 2025 a alrededor de 131.

Eso hay que verlo, don Róger y compañeros de Junta, porque habría que ver si hay una política

específica de mantener ese indicador de reservas en un determinado nivel, como hablábamos de una franja 135-145, una media de 140, no sé, o alrededor de 140, porque eso implicaría que tuviéramos que revisar el monto de compras que llamamos para reservas propias del Banco Central.

En este momento para el bienio tenemos 800 millones en el año 2024 que es, prácticamente, los recursos que requiere el Banco Central para hacerle frente a los pagos del FLAR y en el año 2025, 500 millones que es muy... están por debajo de los 1.900 que se compraron en el 2023. Pero, además, ayer me hacía una acotación Bernardita que es relevante, que en el año 2023 aparte de los 1.900, logramos restituir un faltante que teníamos del sector público de alrededor de 1.600 millones adicionales. Quiere decir que, más bien, el Banco adquirió 1.900 millones, casi USD 3.500 millones, por encima de los requerimientos del sector público.

Entonces, uno podría pensar en un monto mayor, pero eso es un poco lo que queremos, tal vez, oír en estas discusiones. Y otro tema es que sí, también, hay que tener en consideración una apreciación que me hacía Betty en la mañana de que eso tiene un impacto de expansión de liquidez que también tiene que considerarse en el ejercicio.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias. Varios elementos, bueno, algunos son reiterativos, nosotros hemos dicho que al utilizar la metodología esta que llaman ARA, que es como un indicador de mediano y largo plazo, no tenemos un objetivo puntual, el objetivo del Banco lo hemos dicho una y otra vez, está en la meta en inflación y ese es el objetivo.

Lo otro es un valor indicativo para ubicarnos en el tiempo y la pandemia mostró que es necesario para un país pequeño y abierto y a veces hasta con problemas de financiamiento externo, tener el auto seguro, que sale caro, se llaman las reservas internacionales y entonces, en algunas discusiones durante el año pasado, yo recuerdo que hubo posiciones en la Junta que yo estuve de acuerdo, decíamos no, nosotros deberíamos aspirar a un mínimo de 125 y en la medida en que nos estemos cerca de 150, en buena hora.

Entonces, yo en el 2024, o sea, 14% del PIB, o sea, 139 que hablaron ayer, no le veo el problema, lo veo razonable. Al 2025, sí lo veo, está extraño, esa caída porque creo que deberíamos, si las circunstancias lo permiten, tal vez la forma en que lo narramos, si las circunstancias lo permiten, que el Banco tenderá a tener un nivel de reservas alrededor de ese número del 140 o lo que sea, el número que creamos que es, tiene que ser creíble, no es un compromiso firme porque si no estamos cambiando el objetivo y nos metemos en un enredo de, por cumplir con un indicador a distorsionar el mercado, de eso no se trata. Lo que hemos hecho, hemos estado en un período de unos 17-18 meses, una cosa así, de reconstrucción de reservas, eso es lo que hemos estado.

Y la otra cosa es, creo que doña Marta lo mencionó ayer, si lo tienen ahí bien y si no, buscar un poquito, hay que madurar el argumento. ¿Cuáles son los niveles de reservas de países que tienen grado de inversión? Nosotros decimos, queremos aspirar a eso. Ahí es como un todo, más que por lo que le pidamos a las calificadoras, sino que los indicadores económicos muestren que estamos en el vecindario ese de grado de inversión.

Sí me parece que puede llevar a toda una discusión de por qué bajar de 14 a 12,8. Claro, es en el 2025, recuerden que estas metas o estas métricas o valores indicativos, para usar, tal vez, el lenguaje que usa el Fondo es una aspiración de mediano y largo plazo, no es que se tiene que cumplir en todo momento. Entonces, yo no vería problema, si hay una justificación y si el mercado lo permite, que inclusive superemos el 150, una cosa así, pero quisiera escuchar más bien a ustedes.

Sé que hay fuertes pagos de deuda en el 2025, creo que vence un bono externo, eso es lo que me parece y entonces, no sé si más bien el 2024, es el momento de reconstituir esa, de tener el financiamiento de ese bono que vence. Pero bueno, en fin, los escuchó, pero veo la mano de don Miguel, entonces....

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

Tal vez, si pasamos y ponemos la del cuadrado de reservas, Esteban, por favor, para....

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí. Y don Miguel que veo la mano levantada y luego Alonso.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Vamos a ver, tal vez, aquí la cuestión que yo, la forma en que yo lo vería es refinar, yo sí me montaría sobre las reservas adecuadas, la definición del Fondo Monetario y yo creo, yo le estoy dando menos énfasis al tema del porcentaje del PIB, en el sentido de que si ya... que es, por decirlo así, esa mejor práctica, el Fondo, pues esta vez está diciendo 100 a 150, nosotros o 125 a 150 y uno debería dejarse, también, ese margen suficientemente amplio para eso.

Ahí, tal vez, la pregunta de nuevo, la de Róger que hizo, que me parece que es la correcta, es decir, que el Fondo nos dice eso, pero ¿qué hacen otros países? Yo diría pequeños, de la OCDE, a los que queremos aspirar, ya sea porque tienen una calificación de crédito mejor, yo también lo creería eso porque, no sé, manejan sus... el tema este de balanza de pagos o el tema tienen por decirlo así un buen seguro, nosotros nos gustaría tener un seguro también bueno de esto y entonces, qué número manejan estos otros países. Porque pudiera ser que se desvíe para arriba de lo que dice el Fondo Monetario, no sé, a lo mejor habrá países que tienen no sé un 200% el ARA o de 100 a 175, digo yo, el dato no lo sé, para uno tener eso en la cabeza.

Porque puede pasar, yo creo que aquí y siento que en general, hemos sido conservadores y eso está muy bien porque eso hay que hacerlo quizá de esa manera, pero, que entraríamos en un distinto problema si no sé, por ejemplo, llega y sigue el 2024, el 2025 siendo un mercado tan abundante como el 2023 y de un momento a otro nos encontremos con 160, con un ARA de 160 o un 165, y entonces le aparezca a uno, no sé, todo tipo de personas que le ven como al tío rico, o lo que sea. Y entonces, dice 'día por qué no usa esta plata para x, y, z' ni siquiera voy a decir las cosas que podrían ocurrírsele a la gente, pero en todo esto porque ese es un riesgo que ha sucedido también en el pasado.

Yo, también, pienso que, y lo uso con cuidado, esta idea que de que hay un cambio estructural, pero el Banco Central, me parece que por alrededor del 2013 o una cosa así, empezó a acumular un montón, muchas reservas, también, porque hubo un cambio ahí importante en la estructura del mercado y el Banco lo aprovechó. Tiene un efecto -como dice Betty- sobre los agregados monetarios claramente, pero, a lo mejor también, es como una oportunidad, es una bola que tenemos y aprovechar para llegar a un nivel más alto de reservas, teniendo el tema de que claro nos va a costar caro limpiar, sacar esa liquidez de ahí un poco, pero, que yo creo que el Banco Central tiene que pensarlo. Pero, en resumen, yo lo que sí me gustaría es ver esos otros países con los cuales nos gustaría compararnos, qué ARA les salen a esos países y para uno decir bueno, qué es razonable más allá de lo que dice el Fondo Monetario. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Miguel. Adelante, Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muchas gracias. Para... bueno, siempre es importante tener en cuenta ese costo, sobre todo el del manejo de la liquidez es algo que nos ocupa y debemos tenerlo presente, pero, relacionado con la pregunta de los niveles de reserva: la conclusión o el mensaje que yo diría es que Costa Rica está como en medio de todo, hemos hecho alguna revisión y de países que tienen una calificación de riesgo similar a la de Costa Rica que, por ejemplo, está Camboya, Mongolia, Egipto y Bolivia. Costa Rica está en la mitad, hay países que tienen menos del 10% del PIB y hay países que tienen cerca del 70%, como Camboya y si uno se va a países con grado de inversión y compararlos con Costa Rica, en ese grupo de países, también, en Costa Rica está cerca de la mitad.

Hay países que para el 2023, por lo menos a noviembre, cuando habíamos hecho esta revisión, Costa Rica superaba a México, Chile, Portugal, Italia, pero, está muy por debajo de países, como, por ejemplo, Tailandia y Croacia, que tiene más de 40% del PIB en reservas.

Entonces, hay un rango muy amplio y no pareciera que hay como una regla a dedo fácil de identificar, más bien, países que son más desarrollados y avanzados, tienen una proporción menor de reservas, pero hay países como Perú, Croacia, Tailandia, que tienen un nivel de reservas que es más del 30%, 40% del PIB. Entonces, resumen, no hay una regla a dedo, estamos como en la mitad...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Alonso, perdón, el caso de Perú me llama la atención, porque hay algo explícito y algo implícito de los peruanos. Ellos tienen un poquito más por el nivel de dolarización, en eso se parecen a nosotros... No, vamos a ver, nosotros nos parecemos a ellos, para evitar el etnocentrismo, nosotros nos parecemos a ellos, en ese sentido. Y la otra cosa, que Perú me parece que lo aprendió muy bien, a ellos les salieron muy, muy caras las crisis bancarias y financieras de los años 80 y 90. Entonces, hay una decisión de ellos, del auto seguro y por eso tienen niveles altos de reserva, eso no lo dicen tanto, Perú no ha acudido al Fondo después de sus crisis y bueno, no les fue muy bien en aquella época. Entonces, tiran como que en el largo plazo era más barato el auto seguro que, si tiene el dato de Perú, nada más, que es un referente en algún sentido válido para nosotros.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, señor, en noviembre 2023, el valor era 30,1.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

El doble nuestro.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, está un poco por debajo de su promedio de los tres años anteriores, 2019–2022, que en eso estaba alrededor de 33 más o menos, sí bajó un poco, pero siempre por encima del 30% de este grupo de países con grado de inversión, es el tercero después de Tailandia y Croacia.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, perfecto, no, no, muchas gracias, eso era...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, una pregunta. En el nivel, sí llama la atención la cifra del 2025 y podría generar dudas o comentarios del por qué ese cambio en la tendencia, sobre todo medido respecto del PIB, del 15 se baja al 14 y al 13 y pico. La pregunta es en términos del ARA, ¿cuál es el nivel en el 2025?

SR. RIGOBERTO TORRES MORA:

131, don Max. Ahí el tema, tal vez, le complemento, don Max, la reducción que se está viendo para el 2025, está fundamentalmente explicada por las necesidades netas del Gobierno. El Gobierno estaría haciendo un uso de -aquí lo pueden ver- 726 millones en el 2025, a pesar de los ingresos que tienen alrededor de USD 3.000 millones de dólares de desembolsos externos. Eso es lo que hemos venido tratando de decir acá. Si bien es cierto, pues el Gobierno ha tenido acceso a los recursos, también hay vencimientos, es parte de la gestión financiera que han, ingeniería financiera que han hecho ellos en términos de trasladar, en su momento, vencimientos cuando tenía menos recursos hacia adelante, pues ahora, se están concentrando vencimientos importantes, no solamente en el 2024, sino también el 2025.

Entonces, ahí tenemos un flujo de caja del Gobierno que, también, puede ser relevante ver, para observar que los vencimientos internos que buena parte o una parte de ella podría quedarse acá y llegar al mercado de cambio, convertirse como decía don Róger, en un oferente neto en el mercado, pero también, el componente de compromiso con el resto del mundo, va aumentando, no solamente en términos de amortizaciones, sino también de intereses, y entonces, eso si ya en principio no retornaría a la economía, que era diferente cuando le pagaba a los residentes que algo se quedaba por acá.

Entonces, básicamente esa reducción de... nada más para terminar, de ocho puntos, 139 del 2024 con 131 en el 2025, está fundamentalmente explicado por el uso de depósitos del Gobierno, dentro de esos 126, como lo decía Róger, hace un momento, hay un pago de 500 millones de bonos que vencen, Manfred puede precisar el mes ahí o trimestres, pero que vencen en el 2025.

SR. MANFRED VÍQUEZ ALCÁZAR:

Abril del 2025.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Betty, ya le doy la palabra, pero dos cosas: una es que, recordemos que la metodología, eso cambia. Recuerden que hay un componente que es la deuda del país en los próximos 12 meses. Entonces, en la medida que va pasando el tiempo, la mayor demanda de divisas, hay una mayor demanda de divisas porque vienen los vencimientos, entonces el indicador tiene que incorporar eso. Eso es un detalle.

El otro, ahí Betty, Evellyn que lo tienen, no tienen que tenerlos ya, si no lo tiene, pero es algo que, sí quisiera que lo tuviéramos, ojalá tal vez en una discusión de algunos de los informes de activos y pasivos, ahí le buscamos el momento que ustedes tengan una participación.

No sé si recuerdan que tradicionalmente, es algo que teníamos en los años 80, medíamos el estado de resultados del Banco, con lo que llamábamos 'Metodología de Cuentas Monetarias', donde lo tratábamos de aislar de los efectos cambiarios porque son efectos todavía no realizados, etcétera. Entonces, cómo andan esas pérdidas, porque Evellyn había desarrollado el concepto de pérdidas inflacionarias y pérdidas no inflacionarias donde estaban por debajo del señoreaje. Entonces, ahí ya mencionó Alonso de la preocupación que podemos tener de ese alto nivel de un pasivo de moneda nacional el cual es remunerado y entonces, ¿qué está pasando con esas pérdidas?, a ver si tenemos espacio o no. Perdón, si hay respuesta para eso ahora perfecto, si no en una próxima oportunidad, porque eso sí quisiera y creo que le hemos dejado atrás ese tipo de análisis. Doña Betty, perdón.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí, gracias, Róger. Ahí yo creo que, además de lo que Rigoberto menciona, es crítico el supuesto de las operaciones cambiarias de Banco Central, porque si ustedes ven la tercera línea ahí, hay operaciones cambiarias netas, en el 23 el Banco compró 3.370 millones, no sólo para fortalecer el blindaje del Banco, que fueron 1.900 millones, sino también, para restituir ventas que había realizado previo al 2023 y constituir los 200 millones o una cifra aproximada para operaciones futuras del sector público.

Entonces, si uno compara esos 3.600 millones con 800 millones este año y 500 millones el próximo, la diferencia es drástica. Entonces, ahí, yo sé que nuestro supuesto es conservador, pero ese es uno de los elementos que está detrás de la caída del indicador de reservas, sea que lo midan en términos de la métrica ARA o en términos del PIB. Yo creo que eso es un elemento, yo sé que puede uno interpretarlo como resultado, pero al final de cuentas tenemos que incorporarlo en nuestro supuesto.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perdón, Betty. Yo lo que diría es, con el conocimiento de mercado que ustedes tienen al procesamiento de las estacionalidades y de más, a mi juicio, en este momento, 500 millones me parece un valor bajo, pero en algunos momentos 500 millones se ha visto como un valor infinito, en abril del 2022 hablar de conseguir 500 millones era una fantasía, entonces, depende.

Yo lo que digo es que traten de ver, hablen con la gente del Banco que sabe de mercado, no es que hablen con el mercado, si no con la gente del Banco que sabe de mercados, ¿qué tan razonable, creíble, factible se ven esos 500 millones? De hecho, hasta el mismo 840, porque ya llevamos en las primeras dos semanas como 128, una cosa así es lo que observé. Pero no es forzar el ejercicio si no con el conocimiento de mercado que ven y no sé si tiene algo que decirme de las pérdidas, Betty.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí, cerraron -si mal no recuerdo- el dato como 3.000 millones, 3.000 y un poquito, las metodologías de cuentas monetarias, que es la metodología que se sigue usando cuando lo incorporamos en el análisis de las cuentas o del balance del Banco. Eso no incluye efectos de variación cambiaria sobre el principal, solamente sobre intereses y en términos del PIB, si mal no recuerdo, era menos del 0,1 del PIB o sea que estamos por debajo...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Eso definitivamente está cubierto por señoreaje?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí señor. Y lo otro es que ya hacia adelante, 2024, ahí sí suponemos que...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Micrófono, Betty, micrófono...

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Perdón ya, suponemos que para el 2024, que va a aumentar el déficit alterno, la relación con respecto al PIB, con respecto al 2023 porque hay un supuesto, un cambio en la composición de los pasivos. Empezamos a trasladar de instrumentos de corto plazo, de muy corto plazo que esté en el MIL, hay un traslado gradual a instrumentos de más largo plazo, entonces, eso se va a manifestar en el déficit.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto.

SR. MANFRED VÍQUEZ ALCÁZAR:

Róger, yo quería hacerle una aclaracioncita. No estamos en ningún momento suponiendo que el Banco va a comprar solamente USD 800 millones.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, no, yo entiendo eso.

SR. MANFRED VÍQUEZ ALCÁZAR:

Si no, que tiene que comprar también para sector público 3.900 millones, o sea en el total de las compras para el sector público, más las compras para necesidades propias estamos planeando, o sea, este ejercicio contempla que el Banco va a ir a comprar 4.700 millones, combinando ambos motivos.

Lo que pasa es que usted solo ve un 40 ¿Por qué? Porque lo que estamos suponiendo es que el Banco se va a mantener en esta cosa del presupuesto alrededor de los 200. Entonces, que va a comprar contemporáneamente todo lo que ocupa para sector público, pero si usted combina ambas compras, significa el Banco yendo a la calle a comprar 4.700 millones, no son sólo esos 800.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, no, Manfred, yo tengo claro eso, esté tranquilo en eso, por eso es mejor que se hablen con la gente de mercado para ver los excesos, muchas gracias por la aclaración.

Alonso, por favor.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muy brevemente, también hay que recordar que el incremento del PIB del 2023, 24 y 25, es bastante fuerte, en total es casi un 14%, entonces, para mantener la relación a PIB, devolviéndome a esa pregunta, sólo por ese incremento del PIB hay que hacer un incremento de reservas para mantenerlo. Entonces, nada más eso, recordar el crecimiento fuerte que tendríamos en estos tres años 23, 24 y 25, que en total acumula casi un 15%. Un 15% de las reservas actuales son como USD 2.000 millones, entonces, tenerlo en cuenta.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Tal vez, una idea de si se pudiera hacer como una simulación, una estimación de si el ARA se mantuviera en el 2025, alrededor del 14% o más bien, el ARA que está en 139, entiendo en el 2024, si se mantuviera a un nivel similar para terminar el 2025 ¿Qué consecuencias habría en otras variables? En la inflación en particular, dado que ese es el objetivo.

Porque me parece que se ha hablado mucho del ARA como indicador preferido para el nivel de reservas y entonces, aquí como se ha señalado, está un supuesto de compras del Banco Central, que podría estar muy subestimado. La cuestión sería que a veces los datos, como este de reservas, podría dar señales confusas o levantar dudas, que en la medida de lo posible sería conveniente evitar. No es manipular los datos, si no, ver si dado un nivel de ARA compatible con lo que se ha hablado, es también compatible con el objetivo de inflación. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, don Max, excelente.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Perdón, tal vez ahí por el lado de completitud de lo que estaba diciendo don Max acerca de esa proyección, otra forma de entrarle al problema es pensar, ir más bien del lado del Monex y pensar;

este mercado qué volumen va a tener en cantidad de dólares para este año 24, 25. Tenemos los datos del 23 entonces, uno calcularlo y decir: bueno, si el Monex se manifiesta así y el Banco hace esto, el Banco va a tener que participar, no sé, en el 30% del Monex o el 20 o en el 50 o el 80. Entonces a uno lo que le dice es el resto de los participantes estará dispuesto a comprar el 70%, no sé, si nosotros fuéramos el 30% también, como para plantearnos esa. Pero más bien ir por el lado de decir cuál va a ser esa oferta de ese mercado. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Con esto terminaríamos la parte de análisis, perdón, la parte del Informe de Política Monetaria, el adelanto de la información, ¿continuamos de una vez con la parte de Análisis de Política Monetaria?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, abrimos un... ¿en qué momento es que vamos a hacer el receso, aquí o un poquito más adelante?

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Más adelante, una vez que hagan la recomendación.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, adelante.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Manuel Esteban, continuemos. Vamos a recapitular un poco lo que comentamos ayer. Llevamos un buen rato discutiendo algunos temas, entonces, voy a acelerar un poquito el paso en esta parte para resumir lo que habíamos conversado ayer y proveer algunos elementos adicionales.

Ayer comentamos que, desde mediados del 2022, en general, la inflación global ha ido disminuyendo -no al ritmo previsto inicialmente- pero ha ido disminuyendo y los Bancos Centrales, sobre todo de economías avanzadas han mantenido el tono restrictivo de la política monetaria ante esa persistencia de la inflación.

Sí observamos y esta es la información que el mercado parece haber asimilado, que las tasas de política han alcanzado un valor máximo y se está previendo que haya reducciones graduales iniciando este año y continuando en el 2025 por lo menos en general viendo Estados Unidos, Europa, Inglaterra.

Hay un contexto en el que la incertidumbre de la evolución futura de la economía global se ve, más bien se ve con incertidumbre y los organismos mundiales prevén un crecimiento económico mundial modesto en los próximos años. Sí vale la pena destacar, como se comentó al inicio de la presentación, que la posibilidad de una recesión cada vez se ve más lejana. Prácticamente ya no se habla de ese tema, se habla de una caída suave, como consecuencia de la evolución de la economía y de las políticas monetarias que han seguido los distintos Bancos Centrales en el mundo. En ese mismo contexto ha habido...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perdón. Hay un pequeño detalle administrativo que cometí el error. Formalmente, para que quede en actas, lo que deberíamos hacer es dar por recibida la primera presentación del Informe de Política Monetaria, para cerrar ese tema ahí. Ese asunto, entonces, que quede consignado que... a no ser que los compañeros de Junta digan algo distinto, si damos por recibido esta primera revisión del Informe de Política Monetaria y tendríamos otra vuelta supongo que en ocho días.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Estarían de acuerdo con esa parte los compañeros de la Junta?

Ya vi a don Miguel, a don Max, recuerden que no los veo a todos.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Manuel, quite la presentación un segundo para que don Róger pueda ver a las personas.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Jorge, doña Marta -no, ya dije don Miguel- don Max, doña Silvia -entre tanto cuadro no la veo a doña Silvia- ahí está, ya la vi a doña Silvia y Róger. Todos estamos de acuerdo en dar por recibido esta primera versión del Informe de Política Monetaria.”

dispuso:

dar por recibida la primera discusión del Informe de Política Monetaria a enero de 2024, elaborado por la División Económica y la División Gestión de Información y continuar analizándolo en una próxima oportunidad, para los fines consiguientes.

Comunicar a: Presidente del Banco (c.a: Gerencia, Auditoría Interna, División Económica y División Gestión de Información).

ARTÍCULO 5. *Análisis de temas de política monetaria: Revisión de la Tasa de Política Monetaria (TPM).*

Los señores Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Evellyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigación Económica, Julio Rosales Tijerino, director del Departamento de Estabilidad Financiera, César Ulate Sancho, Carlos Brenes Soto, Álvaro Solera Ramírez y Esteban Sánchez Gómez, todos funcionarios de la División Económica, así como Rigoberto Torres Mora, director interino del Departamento Estadística Macroeconómica, Manfred Víquez Alcázar y Jacqueline Zamora Bolaños, todos funcionarios de la División Gestión de Información, 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 2024, aprobado por la Junta Directiva, en el artículo 6 del acta de la sesión 6153-2023, celebrada el 23 de noviembre de 2023.

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

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Cumplido el detalle formal, regresemos a la presentación de la discusión de política monetaria. Adelante.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor, de acuerdo. En ese contexto, en las últimas semanas ha habido una intensificación de algunas tensiones, en particular, la más reciente es los problemas de seguridad en el Mar Rojo, por ejemplo, a pesar de que Estados Unidos no es un país sobre el que transita su comercio en su mayoría por ese lugar, se ha involucrado muy directamente y esto, definitivamente, ha impactado especialmente el costo de transporte de mercancías. Eso se observa muy claramente en los datos.

También, ha habido un incremento de eventos climáticos adversos, en particular para nuestro país se anticipa una etapa de menos lluvias y ha habido una mayor fragmentación económica, que esto para el contexto global es un riesgo importante. Sin embargo, hay que acotar que para Costa Rica esta fragmentación indirectamente le ha beneficiado por la llegada de nuevas empresas y el incremento del comercio internacional, lo que se refleja en las estadísticas que hemos presentado hasta el momento.

Ahora, en el contexto nacional, lo que vemos es un crecimiento económico robusto que ha estado impulsado por régimen especial y el definitivo. El definitivo sigue, por lo menos en el nivel de actividad económica contribuyendo más del 60% a ese crecimiento. Ha habido una mejora en los indicadores del mercado laboral cuando vemos que, el empleo formal está aumentando, la tasa de desempleo está disminuyendo y los salarios reales, especial o particularmente los del sector privado que impulsan los salarios reales promedio de la economía, se están recuperando y han crecido en los últimos meses y especialmente comparado con el periodo prepandémico.

En comercio exterior, continúa el dinamismo de esos indicadores, ahí sí, especialmente, por el régimen especial, que es el que exporta la mayoría de los bienes y servicios costarricense, últimamente impulsado mucho por los servicios.

En finanzas públicas, continúa la búsqueda hacia una sostenibilidad del nivel de deuda, ha habido una reducción con respecto al PIB y el comportamiento de las finanzas públicas es coherente con esa trayectoria. Observamos que hay una transmisión de las reducciones de la Tasa de Política Monetaria que ha sido mayor en las tasas pasivas, un poco menor en las activas y dependiendo de la agregación que se haga, incluso, por ejemplo, en comercio con tarjetas incluso ha habido un incremento por el incremento de las tasas máximas. Pero, también esa transmisión, ahí observamos que el premio por ahorrar en colones es negativo y eso influye la dinámica de los indicadores de crédito.

En los agregados monetarios vemos que están creciendo...

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señora.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Una preguntita, ese premio por ahorrar en colones negativo, ¿se ha visto alguna incidencia en el ahorro?, ¿se ha incrementado el ahorro en moneda extranjera?

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Si algún compañero me corrige, pero yo tengo entendido que no. Betty, usted...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ligeramente me parece.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Es ligero, es ligero el aumento reciente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, hay aumento, pero pequeño.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Puede ser, uno podría decir que incipiente, pero ya llevamos varios meses con premios muy bajos o incluso negativos y no se aprecia por un período de varios meses ese aumento.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Gracias.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Los agregados monetarios están creciendo de manera coherente con el crecimiento económico y la meta de inflación. Hay excesos de liquidez que están en MIL que han rondado el billón de colones, eso puede ser una señal de alerta a la que le estamos dando seguimiento.

El crédito en moneda extranjera sí se ha estado acelerando, crece más que el crédito en moneda nacional y es importante darles seguimiento a esos indicadores de cobertura del riesgo cambiario. La apreciación del colón que se ha observado es coherente con la disponibilidad de divisas en el mercado que lo vemos en el resultado neto, sobre todo de ventanilla.

Y la inflación negativa, la deflación que hemos experimentado en este segundo semestre es de esperar que continúe en el primer trimestre de 2024. Incluso, pudiera ser con las proyecciones de corto plazo que tenemos en la actualidad que continúe en alguna parte del segundo semestre del 2024, lo que posterga el regreso de la inflación al rango de tolerancia.

En la siguiente diapositiva, bueno, en realidad ésta, ayer, el día de ayer la comentamos. Esta es la información preliminar que tenemos para enero del resultado de la inflación. La expectativa sería que haya una reducción interanual a pesar de que la variación mensual es positiva, la variación interanual que el fenómeno inflacionario es negativo en 1,6, eso está impulsado por... del lado positivo, por incrementos en el precio de la electricidad que se han dado recientemente, los precios agrícolas y del lado negativo, reducciones en los precios de combustibles. Arriba se destacan cuáles son esas reducciones en los precios de combustibles, reducción en los precios de automóviles nuevos, huevos, entre otros.

Cuando se quita de esa variación los combustibles, el resultado es negativo, 1,1 y es el mismo para los bienes regulados y más bien, veamos que los bienes no regulados son los que están impulsando hacia abajo el valor en el resultado agregado. Esto se explica casi totalmente por bienes que tienen una variación interanual de 4,5, mientras que los servicios sí tiene crecimiento positivo, incluso, cercano al límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta.

Algún detalle de las proyecciones que tenemos para los siguientes meses es el que se especifica... aquí al día de ayer, Álvaro lo comentó, entonces lo que estamos viendo es, como decía, para enero una variación negativa de 1,6, para febrero una variación negativa de 0,9 y para marzo una variación negativa de 0,6. Esto siempre en términos interanuales.

Veamos que el aporte tanto en la proporción del peso, pero también en puntos porcentuales es mayormente impulsado por alimentos. Mientras que servicios como electricidad, más bien, tienen variaciones positivas y están dando un aporte positivo al resultado agregado. Combustibles, también, contribuye, continúa contribuyendo de manera negativa al resultado agregado, mientras que comidas y bebidas fuera del hogar tienen un incremento ligeramente positivo. Esto es congruente con lo que estábamos viendo.

Un gráfico que no traíamos ayer, pero que nos pareció importante rescatar es cuál ha sido la evolución de esas proyecciones de corto plazo. La línea roja punteada es la información que teníamos a octubre. En ese momento esperábamos que la inflación cerca del cierre de año ya estuviera muy cercana al cero, esperando que a inicios del 2024 tuviéramos variaciones interanuales positivas que nos acercaran a la meta.

Las líneas roja, azul y verde son las actualizaciones que hemos tenido en cada mes de esas proyecciones de corto plazo. Lo que esto nos indica es que en la de noviembre hubo una actualización que nos postergaba un poco el inicio o el regreso a valores positivos y también, al rango de tolerancia alrededor de la meta, pero especialmente, la información que tuvimos en diciembre, que se discutió en el informe mensual de ese mes, fue una información nueva que definitivamente cambió esa trayectoria; por observar una reducción y por decirnos que el regreso a valores positivos se iba a postergar más. Por ende, también retorno al rango de tolerancia.

La información reciente que traíamos en enero que es a partir de la información del IPC a diciembre y estas proyecciones de corto plazo que tenemos, lo que nos hace es ver que hay una persistencia mayor al efecto en el efecto negativo interanual de los precios. Entonces, hemos tenido, continuamente, durante los últimos cuatro meses, información adicional que nos hace darnos cuenta de que esas proyecciones de corto plazo que estábamos viendo en octubre y en noviembre, se han alejado o los resultados nos han alejado de esas proyecciones.

Ahora bien, cuando vamos al modelo y utilizamos como insumo esas proyecciones de corto plazo para insertarlas en el modelo y ver en qué momento empezariamos a retornar a valores positivos y a retornar el rango de tolerancia alrededor de la meta, tanto en la inflación medida por el IPC subyacente, observamos que el retorno al rango de tolerancia alrededor de la meta ocurriría hacia finales del 2024. Esto es un cambio con respecto a lo que estábamos previendo hace algunos meses, incluso algo importante es ver cuál es el rango de ese abanico.

Si vemos, por ejemplo, la inflación subyacente veríamos que el color más tenue nos llevaría a que ni siquiera a finales del 2025, existe la posibilidad de que, a finales del 2025, ni siquiera alcancemos ese rango de tolerancia. Y están inclinados, sobre todo en el corto y mediano plazo, está inclinado un poco hacia la baja. Eso lo podemos ver tanto en el indicador del IPC como en el indicador de

inflación subyacente. En los siguientes trimestres los riesgos están más hacia la baja y esa es una información relevante.

Con respecto a esas proyecciones trimestrales, efectivamente vemos que, se han ido corriendo, vemos más persistencia en ese choque negativo y esa persistencia es mayor a la estimada inicialmente. Eso nos lleva a que la inflación sea negativa por más tiempo y que la convergencia hacia la meta de la inflación sea más retardada.

Veamos que en setiembre nuestra expectativa era que en este primer trimestre íbamos a tener una inflación positiva de 1,7. En este momento, la expectativa con la información que tenemos preliminar hasta el momento es de negativa en 1,0. Ahí hay una diferencia de 2,7 puntos porcentuales y el retorno es muchísimo más lento, porque en esa previsión de setiembre esperábamos ya en el segundo trimestre estar dentro del rango de tolerancia. Mientras que en la proyección que estamos haciendo en este momento se espera que, en el último trimestre de este año, estemos muy cerca del límite inferior ya dentro del rango, pero muy cerca del límite inferior y la cercanía hacia el valor meta se haría, más bien hacia finales del 2025. Lo cual en la proyección de setiembre lo observamos en el tercer cuarto trimestre de este año, siendo la meta 3%.

Evellyn, no sé si quisiera agregar algo en este punto.

SRA. EVELLYN MUÑOZ SALAS:

No, creo que ya usted lo mencionó todo. Muy importante era resaltar que, viendo los gráficos de abanico, sobre todo el de inflación IPC, todo el espectro está en valores negativos en el primer trimestre. Entonces, ahí no vemos probabilidad de que estemos en valores positivos en ese trimestre. Pero por lo demás, creo que ya usted lo mencionó.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

También, algo importante y volvamos a la siguiente, donde vemos la brecha del producto; incluso, hay una brecha positiva que está impulsada por esa persistencia de la inflación negativa que se va traduciendo hacia expectativas menores. Veamos que las expectativas en el gráfico de la derecha hacia finales del 2023 y buena parte del inicio del 2024 están por debajo de la meta dentro del rango, pero por debajo de la meta y eso alimenta el modelo de esa manera, para que pueda haber una brecha que se hace positiva. En el 2025 ya estarían en torno al 3,1, pero el promedio para el horizonte de proyección sería 2,9.

Cuando vemos la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria real, este es un gráfico que habíamos traído previamente y lo traemos nuevamente, es la medición de la tasa en términos reales, utilizando la línea azul, la información de mercado y la línea amarilla, la información de la encuesta. Esto es un indicador de que tan restrictiva es la postura de política monetaria.

Recordemos que, si bien, ha habido reducciones de 300 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, también, las expectativas han ido cambiando en ese momento, especialmente las de la encuesta. Las de mercado se han mantenido más o menos relativamente constantes. Eso ha llevado a que la postura de política monetaria en términos reales se mantenga, incluso la amarilla se incrementó un poco. La azul sí se ha reducido, pero la dos... se ha reducido de un valor muy alto a uno muy parecido al que indica... al que nos da este indicador partiendo de la información de la encuesta.

En promedio son 3,8 y 4,2 en términos reales, para el periodo de marzo a diciembre del 2023. Entonces, la conclusión a la que nosotros llegamos es que la Tasa de Política Monetaria, en esos términos, se ha mantenido en términos reales, relativamente constante en ese período.

Cuando vemos la proyección que indica el modelo sobre la tasa nominal y la tasa real, el modelo prevé una reducción en esas tasas, de manera que se pueda acercar hacia una postura más neutral en el mediano plazo. Por lo menos en el gráfico de la derecha, podemos ver que, el retorno a ese nivel de neutralidad de la Tasa de Política Monetaria ocurriría hacia finales del 2024 continuando con esa trayectoria prevista.

Recordemos que este es indicativo, es lo que el modelo nos da, una vez que le damos todos los insumos de la información histórica y sugiere alguna trayectoria y naturalmente, la decisión de política monetaria es la decisión que se da y esto lo podemos ver en el gráfico de la izquierda, donde hemos mantenido una tasa nominal en un valor que, por ejemplo, para el cuarto trimestre era 6,3 y originalmente, esa trayectoria era ligeramente inferior.

Recordemos que la próxima reunión de política monetaria es el 21 de marzo. Entonces, esa reunión ocurre prácticamente al final del trimestre. Entonces, la postura de política monetaria que se adopte estaría vigente por la mayoría del período del trimestre que tendríamos y eso es una información importante.

Ahora, un elemento que queríamos recordar de la presentación de ayer, en la siguiente diapositiva, es que estuvimos analizando esa prima por ahorrar en colones considerando la curva cero cupón de Costa Rica, soberana, la curva cero cupón de Costa Rica en comparación con la curva cero cupón de la Reserva Federal.

Un elemento que hay que destacar es que efectivamente, históricamente, recientemente, hemos tenido un periodo en el que alrededor de finales del 2021, pero especialmente a inicio del 2022 ese premio fue tan negativo, fue cercano a 400 puntos base, generó incentivos para movimientos que se observaron en el mercado de flujos de capitales y empezó una salida importante, sobre todo en las operadoras de pensiones para realizar... para poner ahorros costarricenses en el exterior, tal como lo permite la regulación y ese proceso ya se revertió una vez que el premio por ahorrar en colones se convirtió en positivo.

En los últimos meses, a partir de junio del 2023, especialmente hemos tenido un premio que también es negativo, pero ese premio no nos ha... bueno, algo que hay que anotar es que efectivamente las operadoras de pensiones estuvieron realizando ese mismo proceso, incluso, a una velocidad más fuerte que la que ocurrió a inicios del 2022. Pero, la abundancia relativa de divisas que hay en la economía, permitió que continuaran con ese proceso, incluso la abundancia permitió al Banco Central incrementar el nivel de reservas por operaciones propias.

Las operadoras en este momento, de la información que tenemos de los últimos meses, más bien han reducido la intensidad de ese proceso y más bien, su demanda para realizar esos movimientos es menor. Algo importante, es que si vemos el punto mínimo de estos últimos meses de ese premio a la última observación hay un incremento de alrededor de 75 puntos base, más o menos, estaba alrededor de 200 puntos base y ahora las últimas observaciones están en torno al 135 puntos base en valores negativos.

Ahora bien, los riesgos los discutimos...

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Perdón, perdón, Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señora.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

¿Eso por qué? ¿se han reducido las expectativas de depreciación?

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, Evellyn, si quiere me complementa aquí la respuesta.

SRA. EVELLYN MUÑOZ SALAS:

Sí, correcto. Me parece que lo estaba analizando de la manera correcta.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Y también, ha habido cambios en la curva de Estados Unidos en los últimos momentos. La expectativa que hay, actualmente, es que haya una reducción y eso se ha acentuado, especialmente, en los últimos meses con respecto a la... con la última información que han tenido los mercados de inflación y las perspectivas que tienen sobre las decisiones de política monetaria que vaya a tomar la Reserva Federal en las siguientes reuniones que ocurran en este año.

Ahora bien, los riesgos ayer los discutimos. Queremos enfatizar que el riesgo al alza más importante es el primero que está ahí a la izquierda, son muchos riesgos conjuntos, pero los resumimos en choques de oferta global y fragmentación del comercio global. Eso puede implicar un incremento en el costo de transporte de mercancías relacionado con un conflicto geopolítico que se manifiesta en el Medio Oriente, se manifiestan en el Mar Rojo, también hay fenómenos climatológicos locales y externos.

Y un riesgo que ha estado presente y continúa estando ahí es que haya una recomposición en el portafolio de instrumentos financieros que genere un incremento en las expectativas cambiarias y consecuentemente, en las expectativas de inflación. Ahí, ayer nos hicieron una... notar que quizás el último riesgo que estaba al alza, más bien, debería estar del lado derecho y lo pusimos del lado derecho que sea un riesgo a la baja porque es el riesgo relacionado con el rebrote de socios comerciales de variantes del Covid. Sin embargo, hay elementos que pueden ir en una dirección y en otra. La pregunta es cuáles son los más importantes, en este caso reconsideramos el tema de hacia dónde, de dónde anotar ese riesgo.

Históricamente, en los últimos cuatro años, hemos observado que, inicialmente, ese choque se convirtió en un choque más bien hacia la reducción de la inflación al inicio en el 2020 y luego en el 2021, todo lo que pasó llevó a incrementos, especialmente, en los precios de materia prima y de transportes que lo convirtieron en un choque que fue positivo y que inicio en conjunto con otros temas geopolíticos, un incremento global de la inflación. Pero la situación actual, el aprendizaje que ha habido de cómo lidiar, por ejemplo, con trabajo remoto, cómo resolver temas de cadenas de valor, nos lleva a ponerlo más bien que, potencialmente, podría ser un riesgo a la baja.

Luego, me adelanté porque en los riesgos a la baja empezamos por crecimiento económico de los socios comerciales menor al previsto. Esto podría ser influido por una política monetaria que sea restrictiva por más tiempo de lo que se tiene previsto como en el escenario base. Que la transmisión y este nos parece muy importante, que haya una transmisión de la inflación, de la persistente

inflación negativa hacia las expectativas. Lo vimos el día de ayer, observando que la encuesta está indicando que las expectativas ya están en el límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta, algo que inicialmente hubo mucha resistencia a que ocurriera especialmente en la encuesta, incluso en las de mercado siempre se mantuvieron muy cercanas al nivel de la meta.

Pero sí hemos observado, nuestra apreciación es que se está manifestando una reducción en las expectativas, dada la información de inflación de los últimos años. Y el riesgo es que haya una transmisión fuerte hacia ese lado, que lo que haría -como comenté previamente- es que la postura se convierta en más restrictiva dadas esas expectativas. Finalmente, que haya un traslado de reducciones de la Tasa de Política Monetaria más lenta de lo que muestra la evidencia histórica de Costa Rica.

Ahora voy a... Esteban, no cambie todavía la diapositiva. Voy a hacer un resumen de lo que nosotros, en las dos divisiones estamos observando y cómo justificamos la recomendación que vamos a hacer.

Nosotros vemos que la nueva información de inflación que hemos tenido en los últimos meses genera que haya un retraso a la convergencia de la inflación al rango de tolerancia alrededor de la meta. La información a diciembre nos pone en una diferencia de 3,8 puntos porcentuales, por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta.

En la actualidad la postura es restrictiva, incluso dependiendo de la métrica que utilicemos se ha hecho, incluso un poco más restrictiva dado ese cambio en las expectativas. Ese cambio y el riesgo que estaba anotado aquí podría acentuar esa postura restrictiva y la transmisión hacia las expectativas va reforzando esa posición.

El modelo, también, nos sugiere que se abre una brecha positiva en el mediano plazo que está relacionado con esto que anoto de los riesgos que se comenta al alza. O más bien, de los riesgos que persisten en general para nuestro país hay un contexto que actualmente es, incluso, distinto en el momento en el que teníamos ese premio negativo bastante fuerte de 400 puntos base. El contexto actual fiscal es muy distinto, las expectativas de hacia dónde vamos a estar en términos de la calificación que nos hacen externamente es totalmente distinta. Entonces, creemos que el espacio que hay hoy o el momento en el que estamos actualmente es mucho más favorable que el que teníamos en ese momento.

En los últimos meses -como comentamos en la diapositiva anterior- ha habido un premio negativo, pero que se ha hecho menos negativo: alrededor de 75 puntos base. Como comentamos y como se ve en este gráfico, el momento de finales del 2021, principios del 2022 hubo movimientos de capital que fueron importantes, pero eso ocurrió con un premio mucho más negativo del que ocurre en este momento. Las condiciones fiscales y restrictivas del riesgo eran completamente otras en ese momento y la situación actual es bastante distinta.

Hay riesgos importantes de que la liquidez continúa siendo alta. El Banco Central continúa en el proceso de adquirir reservas y esto puede alimentar ciertos riesgos hacia el futuro. Ciertamente, hay riesgos en ambas direcciones o en cualquier decisión que se tome, sea incrementar, reducir o mantener la Tasa de Política Monetaria. Los riesgos de mantenerla y también de hacer una reducción, pero creemos en las divisiones que en este momento existe algún espacio para reducir.

En diciembre recomendamos que hubiera una reducción de 50 puntos base. La reducción que finalmente se adoptó fue de 25 puntos base. Dada la información que tenemos hasta el momento,

nuestra recomendación -congruente con esa que hicimos en diciembre- es completar esos 50 puntos base para que haya en esta ocasión una reducción de 25 puntos adicionales.

Esto -desde nuestra perspectiva- es congruente con la prudencia y gradualidad con la que la Junta, el Banco ha ido reduciendo la tasa en la actualidad. Incluso, consideramos que la nueva información y los cambios en las variaciones de precios nos indican que hay espacio para realizar esa reducción y por eso presentamos esta recomendación. Y les agradecemos mucho la atención que nos han brindado en esta ocasión.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Róger, micrófono.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No, que pasaríamos al receso, entonces los que quedarían son los miembros de Junta...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, nada más, antes, no sé si antes de pasar al receso podrían suministrarnos dos datos que me parecen importantes. Uno es el tipo de cambio real de equilibrio y el otro es la tasa Nairu que me parece que las dos apuntan a dos segmentos importantes de la economía que, tal vez, valdría la pena tener como información adicional. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias. Quedaríamos, Alonso, ayúdeme a ir ordenando. Quedarían los directores de los departamentos económicos.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, en realidad yo les había indicado a las personas que, cuando se hiciera un receso, se salieran. Las personas que se deberían quedar ya lo saben, entonces nada más podemos proceder de esa manera.

Se deja constancia de que, al ser las doce horas con tres minutos, el señor presidente del Banco Central decretó un receso. El cual concluyó a las doce horas con cincuenta y tres minutos. Posteriormente, la Junta Directiva del Banco Central continuó reunida virtualmente, con la única presencia de doña Hazel Valverde Richmond, gerente del Banco Central, Maribel Lizano Barahona, auditora interna interina, Celia Alpízar Paniagua, secretaria general interina, Iván Villalobos Valerín, director de la División Asesoría Jurídica, Alonso Alfaro Ureña, economista jefe del Banco Central de Costa Rica, Bernardita Redondo Gómez, directora de la División Gestión Activos y Pasivos, y Henry Vargas Campos, director de la División Gestión de Información, así como con los funcionarios Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, y Evellyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigación Económica, ambos adscritos a la División Económica, así como don la participación del señor Rigoberto Torres Mora, director interino del Departamento de Estadística Macroeconómica, adscritos a la División Gestión de Información.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Vean, compañeros, se está reiniciando la grabación, por favor, demos fe de que observamos que hay una grabación. Don Jorge, don Miguel, doña Marta, don Max, doña Silvia, no la observo.

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

Doña Silvia, no está.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Creo que no está Silvia.

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

La voy a contactar, don Róger.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí.

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Doña Silvia dijo que tenía problemas con el audio, que se iba a desconectar y se volvía a conectar. Creo que ahí se está conectando.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ah bueno, ahí está doña Silvia, sí.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Perdón, me tuve que cambiar al teléfono, disculpen, porque se me fue el audio.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Bueno, compañeros, hemos escuchado las explicaciones y recomendaciones de la División Económica sobre la decisión de la Tasa de Política Monetaria. La recomendación en este momento es la reducción de 25 puntos base para llevarla... para ubicarla a partir de mañana en 5,75% anual.

Por favor, no sé si quieren voy haciendo nominativo uno a uno, que vaya votando y el que quiera, pues obviamente, justifica su voto afirmativo y el que vota negativo, de acuerdo con la *Ley General de Administración Pública* debe justificarlo. ¿Con quién empezamos? Por don Max. Adelante, don Max.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Muchas gracias. Bueno, yo concuerdo plenamente con el análisis realizado por la División Económica, con la interpretación que hacen de los datos y con la recomendación -que me parece- es totalmente congruente con la postura que recomendaron la vez anterior.

Creo que no ha cambiado nada entre la última decisión y ésta, que justifique desviarnos o pausar el curso de acción hacia la normalización de la política monetaria, buscando -como se ha señalado- una posición monetaria neutra en la medida de lo posible y apegados al examen y análisis de los datos en cada oportunidad.

Es decir, los cambios que nos mostraron en el informe apuntan, más bien, a una continuidad a la conveniencia de la continuidad de la política. Entre estos cambios están la posposición del regreso al rango de tolerancia de la política hasta... desde el tercer al cuarto trimestre del 2024. Ha habido presiones adicionales del tipo de cambio que ha experimentado una continuada revaluación del colón.

También, hemos visto una continuada aceleración de los préstamos en dólares que tienen que ver, lógicamente, con la percepción del público de lo que ocurre y lo que pueda ocurrir, las expectativas cambiarias y de los diferenciales de tasas de interés. La postura monetaria del Banco Central se ha vuelto más restrictiva, precisamente, por la disminución en las expectativas y por lo demás, las expectativas inflacionarias están ancladas y son decrecientes.

Hay una normalización visible, internacional, en algunas partes del mundo con más dinamismo que en otros, sobre todo en América Latina y en otros mercados más grandes. En Estados Unidos y Europa la expectativa es hacia un inicio de la normalización de la política monetaria con una dimensión que está posiblemente comenzando en el primer trimestre. Cosa que los mercados ya han descontado en forma bastante clara.

El peligro, el temor a una recesión está prácticamente fuera de las consideraciones en este momento y todas las proyecciones apuntan a un crecimiento lento en algunos casos, mayor en otros. De manera que hay un espacio amplio, alrededor de unos 170 puntos base para acercarnos a llegar a una tasa de política neutral.

De manera que, es congruente con el mensaje que se ha enviado, con el que es posible en este momento, dado los datos que nos han dado, estoy totalmente de acuerdo en una reducción de 25 puntos base. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Max. Doña Marta.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Para complementar lo de Max, bueno, mi voto es positivo, de acuerdo con la propuesta de la Administración de reducir un cuarto de punto la Tasa de Política Monetaria. La justificación es que las proyecciones de corto plazo muestran que se posterga el regreso a la zona de datos positivos de inflación. Igualmente, con el modelo, la subyacente regresa al rango de tolerancia hasta el tercer cuatrimestre del 2024, con lo cual hay una convergencia a la meta muchísimo más retardada.

La baja en las expectativas de inflación hace que nos coloquemos en una postura de política monetaria más restrictiva. Además, lo que se observa es que, aun cuando tenemos premios por invertir en colones en zona negativa, las expectativas de depreciación se han reducido un poco.

Además, dado el comportamiento del mercado cambiario lo que observamos es una abundancia relativa de dólares y no se observa, realmente, que existan expectativas fuertes de depreciación, puesto que no se ve una dolarización fuerte del ahorro. Y más bien, como motivo de preocupación, en mi caso, es el crecimiento del crédito en moneda extranjera que crece a una tasa de un 11%. Con lo cual me parece que la reducción paulatina de la Tasa de Política Monetaria va a llevar a una reducción igual, lentamente, de las tasas en moneda nacional.

Por tanto, me parece que hay que ir con prudencia hacia una postura de política monetaria menos restrictiva hacia una política muchísimo más neutral, por tanto, estoy de acuerdo con la recomendación que hace la División Económica.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, doña Marta. Adelante, doña Silvia.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Buenas tardes, voy a ser breve, también, porque tengo problemas de conexión. Yo, también, coincido con el análisis y recomendaciones de la División Económica y con las posiciones expresadas por mis compañeros Max Soto y Marta Soto.

Estimo, como bien ellos lo han expresado y también justificado, que hay espacio en la trayectoria hacia una política más neutral y, en consecuencia, mi voto es a favor de reducir en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria, manteniendo siempre la vigilancia y prudencia que caracteriza las decisiones de esta Junta Directiva. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, doña Silvia. Don Jorge.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Yo voy a leer las notas que había escrito ayer con el objeto de que quede en el acta, sin perjuicio de mandárselos a doña Celia en algún momento durante la tarde.

El tema del fondo que nos trae a la Junta Directiva a discutir es el siguiente: conviene bajar más ahora la Tasa de Política Monetaria, unos 25 puntos base o más bien dar un compás de espera a que comiencen a bajar las tasas internacionales de los bancos centrales y ver cuál sería la pauta de reducción y en cuánto tiempo se estima la normalización.

Creo que si ese período se extiende y el Banco Central continúa bajando la Tasa de Política Monetaria, podría ser que la prima para invertir en colones se vaya haciendo cada vez más grande y eso es una de las preocupaciones más grandes que tengo yo en este momento. Por eso yo recomiendo dar un compás de espera para ver cómo se van presentando las cosas.

En el análisis de riesgo, el principal riesgo no es que recrudezca la inflación como pasó recientemente en Estados Unidos, en Canadá, en la Unión Europea y en Inglaterra porque las expectativas inflacionarias y la expansión monetaria en Costa Rica están bien ancladas, en eso coincido con doña Marta y con otros miembros de la Junta Directiva.

Además, los efectos del endurecimiento de la política monetaria en 2022 y parte del 23 de 2023, no han terminado de producir sus efectos contractivos y no se ha reducido los encajes. Tampoco las tasas activas de interés han variado a la baja significativamente, como para estimular el crédito y el gasto a niveles inconvenientes como para que sea necesario estimular el crédito y el gasto a niveles inconvenientes con la inflación.

Ahora sí, disculpen. En la coyuntura actual el principal riesgo es a mi juicio, una eventual reversión abrupta en el tipo de cambio motivado por cambios en las expectativas por la prima negativa para invertir o ahorrar en colones estimulado por la cantidad de dinero que gravita en el MIL -no sé cuántos miles de millones- liquidez esterilizada a muy corto plazo que podría canalizarse fácilmente a la compra de divisas y afectar por esta vía la inflación.

Me parece a mí que, además de eso, podría afectar la posición reputacional del Banco Central, si tuviera que llegar a tomar acciones otra vez más drásticas. Y no es que el Banco Central no pueda controlar un brote cambiario, tiene reservas suficientes para sacar al mercado. El problema es que se interviene fuerte y si el tipo de cambio se moviera rápidamente hacia arriba, perdería mucha credibilidad y los agentes económicos podrían aprovechar para ponerlo en evidencia. Los agentes económicos que adversan la política monetaria y cambiaria del Banco Central.

Tampoco hay mucha evidencia de que las altas tasas de interés hayan desestimulado la producción o puedan desestimularla en la coyuntura actual. El ajuste monetario del Banco Central fue exitoso desde el punto de vista de la disminución de la inflación sin un costo fuerte en el crecimiento de la producción y del empleo.

El argumento de que ya el mercado internacional bajó las tasas activas de interés y las pasivas también y que los rendimientos de los bonos del Tesoro han bajado, aunque recientemente volvieron a subir y hoy rondan en 4,5%, es interesante. Sin embargo, puesto a escoger entre lo que indica el mercado o lo que opinan los economistas y la prensa, por un lado, frente a lo que señalan oficialmente los bancos centrales más prestigiosos del mundo, como la FED o el Banco Central Europeo, yo me inclinaría por lo segundo.

Quizás el argumento más convincente para no bajar la Tasa de Política Monetaria en estos momentos y claro, hago un paréntesis para indicar que no estoy en contra de bajar la Tasa de Política Monetaria; al contrario, yo fui uno de los primeros en que señalé esa conveniencia hace algunos meses. Lo que estoy en contra es de hacerla en estos momentos antes de que los bancos centrales modifiquen sus tasas de política monetaria para no incrementar la negatividad de las primas para invertir en colones.

Entonces, también, señalo que el principal argumento, decía, es que antes de que la... si la FED no baja las tasas de interés, tan pronto como estiman algunos en el mercado, el contrasentido es que en el informe de riesgos que nos da la División Económica se señala lo peligroso que puede ser una prima negativa, pero por otro lado recomienda bajar la Tasa de Política Monetaria aún más antes de que la FED y los otros bancos centrales hagan lo propio.

En conclusión, mi inclinación sería por mantener temporalmente la Tasa de Política Monetaria sin variación a la espera de que la FED y la Unión Europea bajen las suyas y, luego, bajarlas concomitantemente, *pari passu*, conforme se vayan reduciendo las tasas y se estabilice la inflación en ambos frentes. Entonces, sí podría lograrse una tasa políticamente más neutral y sobre todo sostenible. Muchas gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Jorge. Don Miguel.

SR. MIGUEL CANTILLO SIMON:

Sí, quisiera empezar diciendo que yo también votaría en contra de la recomendación de la Administración. Yo lo que diría es que respeto, profundamente, tanto la recomendación que han hecho como el voto de los que han apoyado esta propuesta. Los argumentos son verdaderamente buenos, yo pensaría que, en ausencia de otras razones, debería uno acercarse cuanto antes a la tasa neutral y eso estoy totalmente de acuerdo.

Aparte de los argumentos que dijo don Jorge Guardia, a los que yo me suscribo, hay varias razones más de prudencia por las cuales yo quisiera llevar un ritmo más acompasado o más lento de estos ajustes.

Primero, es que hicimos una reducción de 25 puntos base hace menos de un mes. Me hubiera gustado ver cómo se transmite ese cambio. A mí, aparte, de nuevo de los argumentos que dijo don Jorge, otro argumento que me preocupa bastante de hecho, es el tema nuevo del riesgo país por nuestra política fiscal, que me parece que ha sido muy buena o ha mejorado mucho, quizá es la mejor forma de decirlo, sino que el riesgo político de una guerra más generalizada, nos vaya a afectar con una especie de prima por riesgo en general y que pueda afectar al país.

De nuevo, no por culpa nuestra, sino por culpa de la situación mundial y entonces, eso sí me gustaría esperar verlo. Yo pienso que, además y ya es la última cosa que yo añadiría, es que, sí, hemos tenido

una inflación negativa y las proyecciones de inflación cada vez que pasamos se vuelven un poco más negativas. Sin embargo, yo pienso que ese costo de esta inflación, en este caso para nosotros de la inflación negativa, no ha sido especialmente alto, en el sentido de que más bien hemos visto caer el desempleo de una manera muy fuerte.

Y, por otra parte, me parece que venimos en el año 2021 de una inflación de siete casi el 8%, significa que la desinflación del 2022 de -1,8, significa que en estos dos años hemos tenido una inflación acumulada del 6% y que tampoco le hace tanto daño al consumidor, todo lo contrario, tener una reducción de precios como la que estamos viendo. Muchas gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Miguel. Bueno, en mi caso, voy a apoyar a la Administración con la recomendación de la reducción de 25 puntos base. Sin embargo, quiero acotar que hay renovados riesgos, es algo que el Banco Central tiene que ser muy prudente. Coincido en que hay una inercia desinflacionaria, tiende a manifestarse en las expectativas.

El periodo de convergencia para entrar en un rango de tolerancia con respecto a la meta se alarga un trimestre, eso es lo que me parece de la presentación y que la inflación claramente no es el principal problema del Banco en este momento.

Sí señalo, sí observo que hay una prima negativa por ahorrar en colones que, de acuerdo con la División Económica, al menos para lo que es el cambio en moneda de los agentes domésticos, estamos como en una zona de neutralidad, de insensibilidad del premio negativo hacia el cambio de moneda, al menos por los agentes internos y que el espacio que hay para revisar... el espacio de las otras acciones de política que tendría el Banco, si se revirtiera la situación de portafolio de una manera acelerada el Banco podría reaccionar.

Entonces, en ese sentido, pues yo le doy el beneficio de la duda de que esos nuevos riesgos, no lo ven con alta probabilidad de que se manifiesten en los siguientes dos meses. Entonces, en ese sentido, yo -en esta oportunidad- apoyo la posición de la División Económica.

Entonces, compañeros sería que... en este momento la votación sería por mayoría, no es unánime de cuatro a dos. Entonces, les pediría, por favor, que le demos firmeza al acuerdo, los que estemos de acuerdo con la firmeza levantemos la mano.

Observo las seis manos, entonces se aprueba en firme. La unanimidad, lo que tiene unanimidad es la firmeza, lo otro se aprobó por mayoría que es la reducción de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

Dicho lo anterior, creo que sería el último asunto de la sesión de hoy y daría por levantada la sesión. Muchas gracias a todos los presentes por la colaboración.”

Analizado el tema, la Junta Directiva, con base en la documentación conocida en esta oportunidad, los comentarios y observaciones transcritas en la parte expositiva de este artículo y

consideró que:

- A. El artículo 2 de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* dispone como parte de sus objetivos principales mantener la estabilidad interna de la moneda nacional; esto es, procurar una inflación baja y estable.

La estabilidad de precios protege el poder adquisitivo del colón, reduce los costos de transacción, de información y de coordinación y, además, facilita el cálculo económico por parte de los hogares y de 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 creación de empleo y, en general, en el bienestar de la población.

- B. El Banco Central de Costa Rica (BCCR) conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación. En este contexto, la política monetaria tiene carácter prospectivo y utiliza la Tasa de Política Monetaria (TPM) como el principal instrumento para establecer su postura de política.

Para decidir el nivel de la TPM, el BCCR evalúa el comportamiento reciente y la trayectoria de los pronósticos de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos. La decisión, además, considera el análisis de la coyuntura económica, así como de los riesgos que identifica, sean internos o externos, y cuya materialización desviarían la inflación de su proyección central.

- C. En el contexto internacional, la desaceleración de la inflación continúa y, en algunos países, se aproxima al objetivo de sus bancos centrales. Si bien la inflación ha disminuido, este proceso ha tomado más tiempo del inicialmente previsto, por lo que, en general, los bancos centrales mantienen el tono restrictivo de la política monetaria.

En las economías avanzadas la tasa de interés de referencia se ha mantenido en las últimas reuniones de política; en algunas como la estadounidense han señalado que valoran una reducción gradual y en torno a 75 puntos base (p.b.) en el transcurso del 2024, pero otras indican que lo harán hasta tanto la reducción de la inflación sea sostenida.

En Latinoamérica es notorio el proceso de reducción en la tasa de interés de referencia de varios bancos centrales, destaca entre ellos el caso costarricense, que fue el primer banco central de la región en reducir este indicador en el 2023; específicamente la reducción acumulada fue de 300 p.b., hasta ubicarlo en 6,0% anual al término del año.

- D. En el ámbito nacional, el crecimiento económico ha sido robusto, impulsado tanto por la producción de las empresas del régimen definitivo como de los regímenes especiales de comercio. El Índice Mensual de Actividad Económica creció a una tasa interanual de 5,3% y a una tasa media de 5,6% en noviembre pasado; no obstante, en los últimos meses esta tasa se ha moderado.

Los indicadores del mercado laboral, por su parte, continúan con mejoras en el empleo formal y en los salarios reales, y las tasas de desempleo y de subempleo nuevamente disminuyen, aunque también decrece la tasa de participación laboral por una variedad de factores sociales, económicos y demográficos.

En el trimestre móvil finalizado en noviembre, las tasas de desempleo y subempleo se ubicaron en 7,2% y 4,3%, menores en 4,4 y 5,8 puntos porcentuales (p.p.) a las de igual mes del 2022, en tanto que los salarios reales aumentaron 6,4% en términos interanuales, aunque para algunos grupos del mercado laboral su nivel sigue por debajo del registrado previo a la pandemia.

- E. En diciembre del 2023 el indicador interanual de inflación general fue negativo por séptimo mes consecutivo, mientras que el promedio de los indicadores de inflación subyacente continúa en valores positivos, pero bajos, por lo que ambos se ubican por debajo del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.). Específicamente, al término del 2023 la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor fue de $-1,8\%$ y la del promedio de los indicadores de inflación subyacente fue $0,2\%$.
- F. La trayectoria de la inflación general en los últimos siete meses (deflación) ha estado determinada por la evolución de los precios de los bienes, en especial, de los alimentos y de los combustibles. Lo anterior es consecuente con la disipación de los choques de oferta externos, donde destacan la reducción en los precios de las materias primas. A estos factores se agregan elementos de índole interno como la política monetaria restrictiva y la apreciación de la moneda local.

La reversión de los choques de oferta de origen externo también influyó sobre el Índice de Precios del Productor de la Manufactura, cuya variación interanual fue de $-5,7\%$ en diciembre anterior. Esto se traduce en una menor presión por empuje de costos sobre los indicadores de inflación al consumidor final.

- G. Las expectativas inflacionarias están dentro del rango de tolerancia definido para la inflación. Las expectativas de inflación obtenidas por el BCCR por medio de la encuesta se ubican en $2,0\%$ y $3,0\%$ (mediana) para los horizontes de 12 y 24 meses, respectivamente, en tanto que las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (de mercado) registraron valores de $2,4\%$ y $2,6\%$ para esos plazos.
- H. Las proyecciones del Banco Central señalan que el choque desinflacionario tendrá una persistencia mayor a la estimada inicialmente. Estas proyecciones, en su escenario central, contemplan una inflación negativa en el primer trimestre del año y un retorno al rango de tolerancia hacia finales del 2024.
- I. La presencia de riesgos externos y locales, algunos de ellos renovados e incrementados, cuya materialización podría desviar la inflación de la senda proyectada, amerita mantener la prudencia con respecto a los cambios en la TPM, aun cuando la información disponible señala que hay espacio para reducir esta referencia.

De los riesgos al alza sobresalen dos:

- i. Los relacionados con choques de oferta y la fragmentación del comercio global, debido a fenómenos climatológicos y a conflictos geopolíticos; estos últimos agravados por las tensiones en el Medio Oriente, en particular en el mar Rojo. El precio de los servicios de transporte marítimo se ha incrementado, lo que hace prever un impacto negativo en las cadenas globales de suministro y, por lo tanto, amenaza con nuevas presiones alcistas en los precios de algunos bienes y servicios.
- ii. A lo interno, no se descarta una eventual recomposición del portafolio de instrumentos financieros, que podría incrementar las expectativas de variación cambiaria y, por ende, las expectativas de inflación, especialmente en un contexto de excesos de liquidez que hasta el momento han sido gestionados en el mercado de dinero.

Esta Junta Directiva también identifica riesgos a la baja, entre otros, asociados con un crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales menor al contemplado en las estimaciones analizadas. La incertidumbre sobre el desempeño económico mundial es mayor dada la intensificación de las tensiones geopolíticas (por ejemplo, en Medio Oriente, África y Europa) y una política monetaria restrictiva que se ha prolongado más de lo esperado.

- J. Con base en el análisis del comportamiento reciente y esperado de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos, de la valoración de los riesgos y del rezago con que actúa la política monetaria, la Junta Directiva continuará la senda hacia la neutralidad de la política monetaria en el mediano plazo, siempre y cuando las circunstancias lo permitan.
- K. Los cambios en la TPM han de ser graduales y prudentes, de manera que sea posible reaccionar oportunamente y en la dirección que corresponda, si las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos así lo requieren.

dispuso por mayoría y en firme:

reducir el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, para ubicarla en 5,75% anual a partir del 19 de enero del 2024.

Se deja constancia de, por una parte, que los señores Miguel Cantillo Simon y Jorge Guardia Quirós, miembros de la Junta Directiva, votaron en contra de lo resuelto en el presente acto administrativo por las razones que quedaron consignadas en la parte expositiva de este artículo, y por la otra, que la firmeza del acuerdo fue votada por unanimidad de los miembros de la Junta Directiva.

Comunicar a: Presidente del Banco, 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 6. Asuntos pospuestos.

La Junta Directiva

convino en:

posponer, para una próxima oportunidad, el análisis y resolución de los asuntos indicados en la agenda como puntos 4.1, 4.2, 5.1 y 5.2, relacionados, en ese orden, con los siguientes oficios:

1. PRO-0010-2022, informe final del procedimiento administrativo seguido a una entidad bancaria.
2. PRO-0005-2022, informe final del procedimiento administrativo seguido a una entidad bancaria.
3. SGE-0005-2024, del 12 de enero de 2024, mediante el cual la Secretaría General, remite el informe de los acuerdos adoptados por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, pendientes de ser atendidos por parte de la Administración del Banco, con sus respectivas fechas de compromiso, al segundo semestre del 2023, con corte al acta de la sesión 6159-2023,

celebrada el 20 de diciembre de 2023.

4. DAJ-CJ-0105-2023, del 2 de noviembre de 2023, por cuyo medio la División Asesoría Jurídica, remite criterio para determinar jurídicamente si, de acuerdo con lo dispuesto en la *Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional*, Ley 1644, es posible disminuir el nivel vigente del capital mínimo para la banca privada.

ARTÍCULO 7. *Distribución de un documento que no era de carácter resolutivo.*

Los miembros de la Junta Directiva conocieron copia digital del oficio SGE-0006-2024, correspondiente a un recurso de apelación por inadmisión, de conformidad con los artículos 9 y 349 de la *Ley General de la Administración Pública* y el artículo 68 del *Código Procesal Civil* en contra de lo resuelto en un oficio de fecha 8 de enero de 2024.

Se dio por recibido.

A LAS 13:15 HORAS FINALIZÓ LA SESIÓN.

ÍNDICE

ARTÍCULO 1

Constancia de: a) reunión de trabajo, b) que esta sesión extraordinaria se realizó de forma virtual, y c) inasistencias. Pág. 1

ARTÍCULO 2

Aprobación del orden del día. Pág. 2

ARTÍCULO 3

Se dio por recibido el comentario del señor presidente del Banco Central, en relación con un incidente tecnológico presentado el 12 de enero de 2024. Pág. 3

ARTÍCULO 4

Se dio por recibida la primera discusión del Informe de Política Monetaria a enero de 2024. Pág. 4

ARTÍCULO 5

Se dispuso en firme, reducir el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, para ubicarla en 5,75% anual. Pág. 23

ARTÍCULO 6

Se pospuso el análisis y resolución de los asuntos indicados en la agenda como puntos 4.1, 4.2, 5.1 y 5.2. Pág. 39

ARTÍCULO 7

Se dio por recibido un documento que no era de carácter resolutivo. Pág. 39