

SESIÓN 6235-2025

Acta de la sesión extraordinaria seis mil doscientos treinta y cinco- dos mil veinticinco, celebrada virtualmente por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, a partir de las nueve horas con cuarenta y un minutos del martes veintiocho de enero de dos mil veinticinco, con la participación de sus miembros: Róger Madrigal López, presidente del Banco Central de Costa Rica, Marta Soto Bolaños, vicepresidente de la Junta Directiva, Silvia Charpentier Brenes, Max Soto Jiménez, Jorge Guardia Quirós y Juan Andrés Robalino Herrera, así como con la de los funcionarios: Hazel Valverde Richmond, gerente del Banco Central, Iván Villalobos Valerín, director de la División Asesoría Jurídica, Maribel Lizano Barahona, subauditora interna, 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 Análisis de Datos y Estadísticas, Celia Alpízar Paniagua, secretaria general interina, Pablo Villalobos González, director interino del Departamento Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva, y Mariano Segura Ávila, asesor de la Presidencia del Banco Central.

ARTÍCULO 1. *Constancia de: a) reunión de trabajo, b) participación remota, c) tardía y d) inasistencia.*

Se deja constancia de que esta sesión extraordinaria inició a las nueve horas con cuarenta y un minutos debido a que los miembros de la Junta Directiva realizaron una reunión de trabajo desde las nueve horas y hasta las nueve horas con treinta y ocho minutos, esto con el fin de analizar temas relacionados con el quehacer de la Autoridad Monetaria.

Por otro lado, se deja constancia de que esta sesión extraordinaria se realizó con la participación del señor Róger Madrigal López, quien se encontraba en el despacho de la Presidencia del Banco Central de Costa Rica y la participación remota de los señores: Marta Soto Bolaños, Silvia Charpentier Brenes, Max Soto Jiménez, Jorge Guardia Quirós y Juan Andrés Robalino Herrera, integrantes de la Junta Directiva, en cumplimiento de los requisitos de seguridad jurídica y tecnológica señalados por la Procuraduría General de la República en su dictamen C-298-2007, del 28 de agosto de 2007, así como lo indicado por la División Asesoría Jurídica del Ente Emisor, en el oficio AJ-482-2008, del 22 de julio de 2008, relativos a sesiones virtuales de juntas directivas de entidades públicas.

También, participaron virtualmente los señores: Hazel Valverde Richmond, gerente del Banco Central, Iván Villalobos Valerín, Maribel Lizano Barahona, Alonso Alfaro Ureña, Bernardita Redondo Gómez, Henry Vargas Campos, Celia Alpízar Paniagua, Pablo Villalobos González y Mariano Segura Ávila. La señora Valverde Richmond, solicitó el permiso del caso para incorporarse tarde a esta sesión. Su ingreso se consigna en el artículo 4 de esta acta. Además, se deja constancia de que el señor Nogui Acosta Jaén, ministro de Hacienda, no participó en esta oportunidad.

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

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Buenos días, compañeros. Damos inicio a la sesión extraordinaria 6235-2025 de hoy martes 28 de

enero del 2025. Por favor revisemos que hay una grabación en nuestros equipos. La observo, don Max, don Jorge, doña Marta, doña Silvia, don Juan Andrés, perfecto. Antes de iniciar con las formalidades, recordar que hoy 28 de enero de 2025 se cumplen exactamente 75 años de la publicación de la Ley 1130, que fue la ley que creó al Banco Central.

Entonces, como ustedes lo ven, uno de los asuntos de la agenda es que hagamos un reconocimiento explícito a la conmemoración del 75 aniversario, y que propongamos un conjunto de actividades durante el 2025, para conmemorar dicho aniversario”.

ARTÍCULO 2. *Aprobación del orden del día.*

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

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Entonces, partiría con la aprobación del orden del día. ¿Algún comentario del orden del día? No. Aprobado el orden del día. Los que estemos de acuerdo en aprobar el orden del día. Don Jorge, don Max, doña Marta, don Juan, doña Silvia y yo. Todos estamos de acuerdo.

Asuntos de la Auditoría Interna. ¿Algún asunto, doña Maribel?

SRA. MARIBEL LIZANO BARAHONA:

No tengo, gracias, don Róger.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Doña Hazel se nos unirá, tenía un compromiso previo antes de la convocatoria de esta Junta extraordinaria. En ese momento le preguntaré si tiene algo que decir en la Junta”.

La Junta Directiva

convino en:

aprobar el orden del día, modificándolo en el sentido de adicionar, de conformidad con lo dispuesto en el numeral 4, artículo 54, de la *Ley General de la Administración Pública*, Ley 6227, los comentarios de los miembros de la Junta Directiva referentes a varios temas administrativos.

ARTÍCULO 3. *Comentarios de los miembros de la Junta Directiva referentes a varios temas administrativos.*

En el marco de asuntos de la Presidencia del Banco, y demás miembros de la Junta, se comentó lo que se transcribe a continuación:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Asuntos de los miembros de Junta. ¿Alguien quiere decir algo?

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Una pregunta.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

1 Adelante.

2
3 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

4 Antes de iniciar la discusión sobre el Informe de Política Monetaria, me gustaría saber si ese es
5 informativo o requiere una decisión de la Junta Directiva.

6
7 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

8 Sí requiere decisión de la Junta Directiva en el sentido que es una... los mensajes los están
9 aprobando, la Junta le da oficialidad al documento que es aprobado por la Junta. Y, además de los
10 mensajes, don Jorge, bueno, que ustedes todos nos han ayudado, tiene el asunto de las
11 proyecciones del 24, bueno proyecciones no, cómo terminó el 24, que le da una oficialidad, el 25 y
12 el 26. Nosotros no hemos hablado en ningún foro externo nada de las nuevas proyecciones de
13 crecimiento del 25 y del 26. Eso lo hacemos después de que la Junta lo autoriza.

14
15 Es decir, la costumbre ha sido que el documento... recuerde que el documento es un resabio, es
16 una evolución de lo que la ley hablaba del Programa Monetario. Entonces sí, si hay cierta
17 oficialidad y solemnidad en el documento, es un documento aprobado por la Junta. La propiedad
18 del documento es la Junta. No sé si eso le responde.

19
20 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

21 La única inquietud sería esta, asumiendo que se presentaran algunas sugerencias de cambio,
22 entonces el documento no se podría aprobar hoy, salvo que la aprobación conllevara la anuencia
23 de reformar el documento para incorporarlas. Si no hubiera sugerencias, pues no habría problema.

24
25 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

26 Bueno, parte de la discusión, tenemos, por dicha que se hizo para hoy martes 28 de enero,
27 nosotros vamos a tener una interacción o ellos van a tener una interacción con la Junta. La Junta,
28 la forma de trabajo es que usualmente lo que la Junta dice es vinculante a no ser que haya una
29 razón para decir, voy a poner un ejemplo aquí: 'no, es que a mí me parece que el crecimiento
30 debería ser 4,5'. Entonces, Alonso, Henry y los demás compañeros dicen: 'no, Róger, esto está
31 hecho con modelos, tenemos una justificación, etcétera.' Podría que sea 4,5, pero cuál es la
32 justificación.

33
34 Entonces, como no tengo una justificación, se queda la mejor estimación de los equipos de la
35 Administración. Y en otras cosas, hay mensajes en los que ustedes dicen: 'no', como ha ocurrido
36 con los de política monetaria o con los acuerdos, ustedes dicen: 'no, tal riesgo a mí me parece que
37 eso debe quedar, aunque ustedes no lo traigan'. Y eso entonces ocurre con la memoria, ocurre con
38 el informe a la asamblea y ocurre con esto, la opinión de la Junta es muy importante. Entonces si
39 hay algo, que ustedes dicen: 'no, no es de la Administración es de la Junta, entonces quiero que
40 quede tal cosa'. Y eso ha sido la forma en que ha funcionado siempre.

41
42 Doña Silvia.

43
44 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

45 Muchas gracias. Nada más quería pedir permiso para ausentarme durante una hora en la próxima
46 sesión del 30 de enero, entre 10 y 11 de la mañana, por favor, que tengo un compromiso
47 ineludible. Muchas gracias.

48
49 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

1 Por supuesto. Está informando, no es que nosotros damos el permiso, doña Celia, no es así,
2 simplemente está informando y está quedando justificado.

3
4 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

5 Sí señor.

6
7 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

8 Es lo que queda. Doña Marta.

9
10 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

11 Yo creo que para aclarar y aclararle a don Jorge, vamos a ver, ahorita no... esta es la segunda
12 discusión del Informe de Política Monetaria, como usualmente se hace es que hay una discusión,
13 hay cosas que uno quisiera como 'bajarle el tono' a ciertas cosas, o que se digan de esta forma,
14 que se enfoquen de lo otro, etcétera. Esa segunda discusión lo que da pie es que, para el jueves, ahí
15 sí tenemos que aprobar ya el documento final con todas las observaciones que nosotros como
16 directores hagamos el día de hoy al informe que se nos envió.

17
18 Pero no es que hoy vamos a aprobarlo y eso es lo que se va a publicar. No. Esto todavía está en
19 proceso, en proceso de elaboración y de mejora, es la segunda discusión.

20
21 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

22 Y recuerden que la forma en que hemos trabajado por años, no sé si por 75 años, pero puedo decir
23 por lo menos por 40, es que cuando llega algo a la Junta Directiva y está en un documento,
24 entonces se hace la discusión y se dice: 'bueno, se aprueba, pero que se incluya A, B, C y D'. Y
25 luego si no se incluye se tiene que corregir. Un ejemplo reciente fue con el Reglamento de Junta
26 Directiva que se aprueba y se incluyen tales cosas, un error material porque se mandó a publicar,
27 no tenían lo que la Junta había dicho, no recuerdo en que aspecto particular y hubo que corregirlo.

28
29 Entonces la Junta sigue siendo la autoridad más alta del Banco, el superior jerárquico de toda la
30 organización. Don Alonso.

31
32 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

33 Buenos días. Tal vez un comentario, en el último tiempo lo que ha ocurrido es que se dan dos
34 discusiones y en la segunda discusión queda aprobado, porque el mismo jueves es el día que hay
35 que publicarlo, entonces algún cambio no podría ser, o sea, no tendríamos tiempo de reacción para
36 poder incorporarlo. Entonces, generalmente se aprueba en la segunda discusión, y por eso es que
37 mi interpretación es que en la agenda del jueves no viene este tema dentro de la agenda de ese día.

38
39 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

40 Sí, pero yo entiendo el sentir de la Junta.

41
42 Lo que dice doña Marta es totalmente correcto. Todavía nos queda el margen de si algo ocurriera
43 entre hoy y el jueves, de aprobarlo el jueves. Claro, no va a ser algo totalmente nuevo, tendría que
44 ser... para eso hemos estado trabajando, sería una observación en el margen, pero queda
45 perfectamente el tiempo para publicar, perdón, para aprobarlo el jueves, publicar antes de
46 medianoche del jueves y la conferencia de prensa del viernes. Entonces no le quitamos la
47 posibilidad a la Junta de que todavía el jueves pueden decir algo.

48
49 Don Max.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Sí, bueno lo que se ha hecho, según recuerdo, es que en esta ocasión se hacen las observaciones, algunas, bueno, muchas son de pura forma, esas cada uno se las traslada a la División, pero aquellas que implican alguna modificación, por ejemplo, dar un énfasis a tal concepto o incluir un gráfico adicional sobre tal cosa o algo, todo eso, se aprueba incorporarlo y esas cosas ya prácticamente quedaría listo.

Muchas veces lo que se ha hecho también es que ya adicionalmente a eso se autoriza al presidente para que incorpore cosas que se quedaron de última hora. Eso es lo que entendería que se puede hacer antes del jueves. Ya el jueves introducir cosas como de fondo, me parece que ya sería extemporáneo, eso debería hacerse hoy. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, como dice, la forma práctica de trabajar ha sido esa lo que... y nos ocurre con este documento, con la memoria, sobre todo los documentos están contra fecha, que hay una fecha límite. Entonces la eficiencia lleva a que se diga: 'no, que incluyan tal cosa, que quiten tal otra, quisiéramos un mensaje en tal sentido'. Y eso se aprueba con unos días antes para dar tiempo a la Administración, hay que verlo, cuáles son los cambios, porque si alguien dice: 'no, no, es que ustedes hablan de que hay un aumento en la productividad, lo que dijo don Max, ¿dónde está el estudio? O queremos un recuadro sobre...'. Entonces ya ahí se dice: 'no, eso no se puede'.

Se dio por recibido.

ARTÍCULO 4. *Aprobación del Informe de Política Monetaria a enero de 2025.*

Los señores Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Evelyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigación Económica, Álvaro Solera Ramírez, César Ulate Sancho, Juan Carlos Quirós Solano, Olga Monge Alvarado, Kattia Vindas Sánchez y Carlos Brenes Soto, todos funcionarios de la División Económica, así como Rigoberto Torres Mora, director del Departamento Análisis de Datos, Jacqueline Zamora Bolaños y Guillermo Picado Abarca, funcionarios de la División Análisis de Datos y Estadísticas, 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 según 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 segunda discusión del Informe de Política Monetaria a enero de 2025, en atención a lo dispuesto en el artículo 5 del acta de la sesión 6234-2025 celebrada el 23 de enero de 2025.

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

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Entonces, ¿algún comentario más de los miembros de Junta? Sino para pasar directamente al informe. Bueno, entendería que no, entonces procedan, compañeros.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Bueno, muchísimas gracias. Vamos a empezar entonces, voy a empezar a compartir, entonces esta

sería la segunda discusión del Informe de Política Monetaria, que el borrador fue compartido con ustedes el día sábado. Esta discusión en realidad es, recoge algunos de los elementos principales del documento y traemos alguna información adicional ampliando que puede serles de utilidad.

En primer término, los principales supuestos de la economía internacional los habíamos comentado el jueves de la semana pasada. Las proyecciones son de un crecimiento estable, pero, tal vez no tan alto comparado con crecimientos históricos de la economía mundial. El crecimiento de Estados Unidos es quizás el que llama más la atención porque ha habido algunas revisiones al alza tanto del Banco Mundial, tanto del Fondo Monetario, que, por ejemplo, en la comparación que se tiene con respecto a octubre del 24 para esta proyección de este año, son cuatro décimas de punto porcentual. También en buena parte, por esa misma razón, el crecimiento de los socios comerciales sube un poquito.

Betty, no sé si quisiera comentar algún otro elemento...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perdón. El crecimiento de los socios comerciales en realidad sube con lo que se había dicho anteriormente, en realidad baja con respecto al 2024.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Así, sí, claro.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Es un reto en el texto y en todo lado, en donde estamos hablando, si es la comparación con una estimación previa o contra el año previo, pero bueno, eso es un cuidado que yo sé que ustedes lo han tenido. Adelante.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí. Tal vez la forma de describirlo es una desaceleración menor a la prevista previamente, algo por el estilo.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

No Alonso, yo creo que lo resume bien la principal variable que está cambiando de los puestos con respecto a lo que habíamos dado en octubre, es el crecimiento de socios impulsado por Estados Unidos, en buena medida. Una relativa estabilidad en precios de hidrocarburos es lo que se ve hacia mitad del gráfico y un proceso igual de desinflación que ya se había indicado que continúa más lento de lo previsto meses atrás y eso lleva a tasas de interés más altas, ligeramente más altas de lo que habíamos previsto tres meses atrás. Básicamente.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muchas gracias, Betty. En el siguiente cuadro se resumen quizás los elementos principales de las proyecciones que hay para la economía costarricense en este bienio y algo que creo que fue de mucho interés fue estas últimas columnas que aportamos aquí en un tono rosa en el que se

distribuye el aporte a los crecimientos.

Don Henry, si usted quisiera ampliar sobre este detalle.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Sí, buenos días. Efectivamente, incorporamos información que nos permite tener una estimación mucho más afinada. En el 2024, en realidad para toda la serie, hay un ejercicio adicional de coherencia porque, por ejemplo, en el tema del ingreso disponible, en las discusiones siempre le damos mucho énfasis a la evolución de términos de intercambio, pero hay otros elementos que también influyen en el ingreso, como las rentas netas que Costa Rica tiene con el exterior, eso es un componente de la balanza de pagos que me termina afectando el ingreso nacional.

Entonces en esa búsqueda de la coherencia entre los dos conjuntos de cuentas, terminamos revisando al alza el ingreso disponible y entonces también ajustamos el consumo de los hogares del 2024, si se acuerdan teníamos ahí un 3,8, lo subimos a 4, lo cual también es coherente con la evolución de otros indicadores relacionados con el consumo, como las importaciones de bienes de consumo, las ventas del comercio, principalmente de productos alimenticios, textiles, etcétera.

Entonces básicamente, ahí fue donde se hizo el mayor ajuste en temas de los componentes de demanda y en las proyecciones ajustamos en dos décimas el crecimiento del consumo, también para hacerlo coherente con esa evolución del ingreso disponible, la inversión principalmente de proyectos de infraestructura tenemos una tasa ligeramente inferior en el 2025 y como se reprograman algunos de esos proyectos para el 2026, por eso es que la tasa de la formación bruta capital fijo también sube dos décimas en el 2026.

En el comercio exterior, básicamente las exportaciones de servicios, refinamos el cálculo con el ICT en términos tanto de entradas como salidas de turistas y ahí es donde se está reflejando esa mayor exportación de servicios en el 2025 y una tasa un poco más baja para el 2026, básicamente explicado por esa revisión. Y también en las importaciones de servicios por la partida de viajes tanto en el 2025 como en el 2026 hubo ajustes respecto a lo que habíamos traído previamente. Eso es como les decía, un refinamiento porque en términos generales no estamos haciendo ningún ajuste en términos del crecimiento del Producto Interno Bruto con respecto a lo que ya les habíamos mostrado la semana anterior.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Henry, tal vez me gustaría hacer una observación ahora que tenemos cuadro y que dicha que incluyeron esas tres últimas columnas, me parece que ayudan mucho a entender la evolución por el lado de los componentes del gasto y tiene que ver un poco con lo que señalaba Róger ahora. Me parece que, tal vez se presta para confusión hacer referencia a lo que produjo el cambio entre la estimación de octubre y la de ahora *versus* el hacer referencia a lo que fueron, por ejemplo, los impulsores del PIB en el año.

Y como este es un informe que resume precisamente el 2024 y da la proyección para el 25 y 26, me parece que el énfasis ya no debe ser en justificar el cambio que se hizo con respecto a octubre, sino más bien dar la explicación de la evolución de la economía en el 2024. Y, por ejemplo, haciendo memoria, cuando se explica en el documento lo que impulsó el crecimiento, precisamente se dice, pero haciendo referencia al cambio entre los dos informes de política monetaria que estuvo más influido por las exportaciones, por la demanda externa y por el aumento en el consumo de Gobierno.

Y si uno ve las cifras, el consumo del Gobierno fue el que menos aportó al PIB en el 2024, 0,1. Y es cierto que aumentó respecto a la estimación que se tenía a octubre, pero ahí me parece que debería cambiarse y decir 'bueno, lo que realmente hizo crecer la economía en el 24 fue la demanda interna del consumo privado, la externa y la inversión'. Entonces, nada más como una observación general de enfoque, que eso se aplicaría a todo el análisis. Ese sería mi comentario de momento. Gracias.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Muchas gracias, don Max. Tomamos nota para tratar de ajustarlo en la redacción del documento.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Muchas gracias, don Max. Adelante, continúen, compañeros.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

También, en la siguiente diapositiva, el jueves don Juan hizo una solicitud para ver el crecimiento según régimen de comercio. Entonces, en realidad ese día yo intervine para explicar que después de cada Informe de Política Monetaria nosotros tenemos una gran demanda por esta información que ustedes están viendo acá. Entonces ya de hecho es algo que nosotros publicamos regularmente.

Porque antes, prácticamente después de cada programa nos teníamos que poner a hacer esta desagregación. Entonces lo que optamos fue más bien por ya regularmente publicarlo después de que se aprueba el Informe de Política Monetaria. Entonces aquí el mensaje es que el aporte al crecimiento que estamos esperando para el bienio 2025-2026 vendría principalmente del régimen definitivo. Ahora bien, cuando uno lo que observa es la tasa de crecimiento, pues sí, por esa dinámica que mantienen las empresas principalmente de Zona Franca, tienen un crecimiento mayor al del régimen definitivo.

En promedio, uno podría decir que las empresas de regímenes especiales estarían creciendo cerca de 5,4 en 2025-2026, mientras que el régimen definitivo, la tasa está también en promedio cercana al 3,8. Pero cuando uno ve los aportes por el tamaño que tiene el régimen definitivo, ese es el que más aporta al crecimiento de la economía.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Tal vez un comentario, el crecimiento de 3,8 es bastante cercano al crecimiento general de la economía y yo creo que no se podría catalogar como un crecimiento bajo. Y esta es la parte de la economía que más está vinculada con la parte interna donde tendría influencia la política monetaria y creo que ese es un resultado hacia atrás y una proyección hacia adelante favorable en términos del crecimiento económico doméstico.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Bueno, muchísimas gracias por el análisis, por presentarle, que bueno que ya lo hayan estado haciendo previamente. Se ve una caída de la contribución del régimen especial en el crecimiento. Eso es más o menos lo que se proyecta mientras que el régimen definitivo se mantiene relativamente constante, un poco más bajo, pero relativamente constante. Esa es mi interpretación. Gracias.

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Sí, eso se debe principalmente a un efecto base por la fuerte aceleración que tuvo en el crecimiento el régimen especial en el 2023. Bueno, y también, en realidad si uno se tira un poco más atrás, en el 2020 también fue una de las actividades que estaban en los regímenes especiales las que más rápido retomaron los procesos de producción después del cierre que tuvo la economía. Entonces sí, ahí hay un efecto nivel por el acelerado crecimiento que hubo en años previos.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Súper. Muchas gracias, Henry.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Entonces, podemos continuar con la parte de balanza de pagos. Me parece que... no sé si Rigoberto quiere ampliar algún detalle aquí.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Nos escucha, Rigoberto? No los estoy viendo a todos, entonces no sé.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Creo que...

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

Básicamente, tal vez, sí, creo que Rigoberto por alguna razón perdió la conexión, pero aquí igual no hay cambios sustantivos respecto a lo que habíamos presentado el jueves, pero sí hay un tema de precisión en la parte de servicios por los ajustes que ya comentamos anteriormente. Se afinaron los temas de los desembolsos que, por esto de la reprogramación de los proyectos de inversión en infraestructura, también algunos desembolsos que estaban programados para el 2025 se distribuyeron entre 2025 y 2026. Pero básicamente creo que eso es lo principal que se ajustó en estas cifras respecto a lo que habíamos presentado la semana pasada.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muchas gracias, Henry. En adición en la siguiente podemos ver proyecciones sobre el resultado primario, financiero e intereses, y hay una mejora en el resultado primario que va derivando también con un menor gasto en proporción al PIB de intereses, va derivando un mejor resultado financiero, un resultado financiero que es cada vez menos negativo conforme avanza el bien, y la combinación de esos esfuerzos resulta en que el dato que teníamos de cierre de la deuda total al PIB está en 59,8 para el 2024, y en adelante utilizamos las estimaciones del Ministerio de Hacienda en diciembre del año pasado, escalándolas a los nuevos valores del producto que están incluidos en esta versión del informe, y los resultados para el 25 y 26 son 59,8 también y 58,8 para el 2026. Entonces aquí hay la continuación de ese proceso en el que se reduce la deuda al PIB por el desempeño fiscal que va teniendo la ejecución del presupuesto.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Alonso, tal vez a señalar que esas cifras o esas estimaciones y proyecciones las envió el Ministerio de Hacienda en diciembre. Sin embargo, nos advierten que ellos continúan en el proceso de revisión de sus proyecciones porque tienen que incorporarlas en el marco fiscal de mediano plazo que debe ser publicado antes de que finalice marzo. Entonces nos advierten, citen que esas cifras están en proceso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Efectivamente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perdón, esta es la mejor información que tenemos o la información actualizada que tenemos.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Correcto.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No existe otra información. Entonces con base en eso, ustedes lo que da, la información que le da Hacienda y la información que se produce dentro del Banco hacen esas proyecciones, los resultados fiscales macro. Y sí, simplemente es ser claro, explícito de cuál es la fuente, pero yo no le veo problema a eso o, ¿hay algo adicional, doña Betty, que usted quiere indicar?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

No, nada más que ellos nos dijeron que señaláramos en el documento que son cifras que están en proceso. Nada más.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Sí, va a ser muy interesante porque con el resultado del 59,8 podría ser que cambien las perspectivas de gasto para el 2026 y entonces, el marco fiscal les cambia a ellos, es decir, yo los entiendo a ellos, pero deben estar empezando apenas a recalibrar esos números. Pero, con la información disponible que tenemos, esos son los datos.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Y tal vez, otra acotación, disculpe. Las cifras de diciembre, ellos las publicarán hasta en febrero, entonces, el informe por eso tiene cifras de noviembre y así saldremos dentro de dos días, con un corte a noviembre del 2024.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sin embargo, me pareció ver una nota al pie de página, en alguna parte, el 59,8.

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

Sí, porque esos 59,8 son para todo el año y lo publicó o lo anunció el señor ministro, entonces, ese 59,8 es con esa cifra de deuda. Pero, en general el ejercicio fiscal, lo último disponible es información a noviembre del 2024.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien, clarísimo. Adelante, compañeros.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Relacionado con esto, están las proyecciones desagregadas por ingreso y gasto total, donde hay, tanto en el ingreso como en el gasto, hay una diferencia, una reducción, con respecto al PIB proyectado en octubre del año pasado. Entonces, Betty, no sé, ¿alguna adición, con respecto a esto?

SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:

No, tal vez, lo que está implícito, por ejemplo, en pago de intereses, es una trayectoria ligeramente decreciente en la tasa de interés promedio, o sea, 2024 tiene... tuvieron dos décimas menos de lo que habían previsto en tasa de interés y más o menos, es como una décima de punto porcentual o

10 puntos base lo que hay de menor tasa en las proyecciones 2025 y 2026, con respecto a lo que inicialmente nos habían dado y eso determina, en buena medida, la revisión a la baja en el gasto de interés.

No sé si Guillermo o Juan Carlos tienen algo adicional, con respecto a los ligeros, porque uno puede decir que son ligeros ajustes en el 2025 con respecto a lo que incluían nuestras proyecciones fiscales, nuestras proyecciones macroeconómicas de octubre, para el 2025.

SR. GUILLERMO PICADO ABARCA:

Sí, gracias, Betty. Buenos días. Tal vez, nada más, para precisar un poquito en la parte de los ingresos tributarios, el ajuste que el Ministerio de Hacienda considera es, dado el comportamiento de la renta, ellos consideran que la recuperación de la renta va a ser un poquito más lento de lo que ellos esperaban en octubre. Entonces, si bien es cierto para el 2025-2026, ya ellos proyectan tasas de crecimiento positivas, en el impuesto de renta, sí consideran que la recuperación va a ser un poco más lenta de la que ellos esperan en octubre. Entonces, ese es el ajuste que se observa en el ingreso tributario y un poquito más bajo que lo que se tenía estimado en octubre 2024.

Y, en el tema de los gastos, básicamente, el ajuste que ellos realizan es en las transferencias corrientes y en las transferencias de capital. Entonces, considerando, que el 2025 y el 2026 van a tener un poquito de ajuste más fuerte en esas transferencias. Si se debe considerar, como dijo don Róger, que para el 2026, dependiendo del comportamiento de la deuda, que aparentemente está cerrando por debajo de 60, podría haber un cambio para el 2026, pero ellos todavía no lo tienen considerado en estas estimaciones y no lo están trabajando para el marco fiscal. Básicamente, eso es lo que yo quería aportar.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muchas gracias.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Una pregunta, Luis Guillermo, perdón. Es que me llama la atención la caída en la recaudación, en el ingreso como porcentaje del PIB, que baja de 13,4 a 13,2 y ahí se queda. Ya 13% ya es una cifra bastante baja. Históricamente, recuerdo que hubo un par de años que llegamos al 15% antes del 2010 y después, volvimos a retroceder a lo que era y estamos en una cifra bastante baja, solo medió una reforma fiscal importante, que introdujo el impuesto al valor agregado, etcétera y que eso significó una mejora en la recaudación.

Pero, entonces, lo que me llama la atención es, si la disminución que se produjo en el 2024, en el impuesto de la renta, en particular y que ustedes, nos han explicado bien, que se relacionó, en parte, con las pérdidas cambiarias del 2023 y los pagos que se transfirieron, un poco lo que eran créditos fiscales al primer trimestre del 2024. La idea, por lo menos, que me había quedado a mí, era que eso era un fenómeno no recurrente, que se produjo, precisamente por un evento, que en buena medida, excepto en el sector agrícola, en el sector financiero y en el comercial o en el de construcción, también era atribuible, más que todo, a las pérdidas cambiarias que sufrieron esas actividades en el 2023.

Entonces, la pregunta es, por qué, si eso era un fenómeno transitorio y si ya, por ejemplo, este año, estaba viendo el reporte de utilidades del sector financiero, fue bastante mayor, que el del año 2023, en algunos casos hasta duplicaban las utilidades de ese año y lo mismo ocurrirá, uno esperaría con el resto de las actividades, excepto aquellas dinámicas, pero que no pagan impuestos

de la renta, como el régimen especial. Pero, tratándose del régimen definitivo, con tasas de crecimiento, prácticamente, en el nivel potencial del 4% y habiendo pasado ese fenómeno transitorio, uno esperaría que la recaudación volviera, en términos porcentuales del PIB, a estar, por lo menos, cerca de lo que fueron en años previos, en 2022, no inferior al 2024. Entonces, la pregunta es, porque eso sin duda llama la atención, como proyección ¿cuál sería la justificación, que se le daría en el informe? Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Max, bueno, no sé si lo podamos poner en el informe, pero usted ha dicho algunas de las cosas. Un ejercicio muy simple que uno puede pensar es, supongamos que en renta se paga lo mismo, que históricamente se pagaba en el año 2022 y 2023, deja eso constante, en renta, deja lo mismo para las actividades que pagan renta, siguen pagando la misma tasa, pero la evolución de la economía ha hecho que crezca más la parte de regímenes especiales que el régimen definitivo.

Entonces, una parte creciente de la economía no paga renta, en el agregado, solamente ese ejercicio, que tiene que dar que la renta como proporción del PIB tiene que bajar, aunque las empresas que paguen renta sigan pagando proporcionalmente lo mismo, lo que pasa es que hay una parte más grande la economía, que no paga. ¿No sé, si me explico?

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Sí, pero eso habría que demostrarlo con números. Es decir, no me suena como que sea el elemento.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Y, más bien, lo que se ve es un aporte mayor del régimen definitivo al PIB, como nos mostró en los gráficos anteriores.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Pero igual, el régimen especial sigue creciendo muchísimo más.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ese es el punto.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Y cada vez es una parte proporcional más grande del PIB. Entonces, lo que pasa es que la parte del denominador empieza a subir y el numerador se mantiene relativamente constante, con estos efectos del tipo de cambio, por ahora. Una cosa interesante, me parece excelente esta discusión, ha sido super relevante, yo iba a hacer la misma pregunta y don Luis Guillermo se adelantó a la explicación, porque tenía la misma impresión que Max, que estaba cayendo bastante y si uno lo piensa con años previos, es preocupante.

Pero, sin embargo, igual creo que, para el régimen definitivo, el peso, la carga tributaria, sigue siendo bastante alta. Entonces, como dice don Max, sería muy interesante ver si hay alguna forma

de representar eso con datos, no sé si ya que tenemos los datos del PIB, los pronósticos del PIB, del régimen definitivo y del régimen especial. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Yo no sé si podemos ensayar algo, Henry, Betty, Alonso, y dedicarle un párrafo, pero lo que quiero es, como dice... la lógica para mí está muy clara, hay una parte de la economía que crece más, que paga proporcionalmente menos impuestos, en general. Porque no es cierto que los regímenes especiales pagan cero impuestos. Pagan cero impuestos de renta, pero no sé, en valor agregado creo que tienen distintos arreglos, habría que ver. Pero, no sé si tenemos la información para usar eso, si no lo tenemos, tal vez, hasta para un recuadro donde se explique en una próxima oportunidad y no tratar de hacerlo a pura lógica, como tratamos de hacerlo aquí, como dice don Max, lo mejor sería con los datos. No sé, ¿cómo lo ven? ¿Qué respuesta me dan?

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Sí, de acuerdo, me parece. Tal vez, creo que esto hay que hacerlo con mucho cuidado y es muy relevante, entonces, tal vez, generar números para este informe, no sea tan importante, pero una explicación en un párrafo me parece super bien y tal vez, ir explorando para el próximo informe.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Róger, yo de acuerdo, me parece la discusión muy interesante, pero creo que sí hay que analizarlo con cuidadito y que haya material suficiente para un recuadro en la próxima.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Tratemos de ver si se puede redactar un párrafo que tenga sentido y que esté blindado, que no tengamos una rutina lógica y si no, de una vez, queda el compromiso para un próximo informe, entonces, en descomponer esto, descomponerlo, entonces, ¿qué parte paga?, ¿qué parte no paga? Porque puede haber cosas muy interesantes. Puede ser que los que paguen estén pagando más, pero la parte que más pesa son los que no pagan. Entonces, en el combinado, ahí hay un efecto que hay que verlo.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Justamente, don Róger, yo lo que iba a mencionar es que, perfectamente, uno puede calcular los crecimientos nominales en la recaudación, que son positivos, de hecho, hoy sale una noticia, con respecto a las utilidades en el sector financiero, que mejoraron. El tema es, como usted lo dice, la distribución, o sea, la única forma en la que se podría mantener la recaudación a PIB sería si lo que crece más, como mencionaba don Juan, es, lo que crece más, sería lo que esté en régimen definitivo, con respecto a lo que esté en régimen especial.

Porque estamos pensando qué es lo que pasa en el numerador, en la recaudación, pero el impacto va mucho por lo que pasa en el denominador que se va ampliando, entonces, usted puede mejorar esa recaudación año con año, pero si la referencia que es el PIB, que es el PIB que incluye también régimen especial, se incrementa mucho más aceleradamente, inevitablemente, va a caer esa relación con el transcurso de los años y creo que esa es una de las preguntas más importante que se tiene que hacer el país de cómo lidiar con esa situación. Porque ya de por sí la recaudación y gasto respecto al PIB, son bastante bajos con respecto a nuestros pares de OCDE, por ejemplo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Yo creo que, muy bien dicho, Alonso. Creo que lo resumió muy bien. Creo que sí hay elementos de lógica económica para un párrafo, pero con mucho cuidado. Es todo. Entonces, tal vez,

ensáyenlo y lo vemos y si vemos que enreda, no lo ponemos, si vemos que aporta, ¿verdad? Sí. Porque lo ha dicho, usted puede poner que el régimen definitivo, inclusive, sigue pagando lo mismo, el régimen especial sigue pagando lo mismo que es en el estado de renta, es cero, pero el que más crece es el que paga cero. Entonces naturalmente, la razón de recaudación a PIB tiene que caer.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Vamos a hacer el ensayo. Bueno, para terminar con las proyecciones, tenemos las de agregados monetarios y el PIB.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Perdón, yo quería hacer una observación.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, don Jorge.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sí, es que a mí me parece que la discusión está interesante, pero yo veo que no sería muy relevante a la hora de determinar ni fijar la política monetaria, ni la TPM tampoco. No creo que esa diferencia hiciera o debería hacer ningún cambio en el propósito fundamental de hoy.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Está... un giro que le da don Jorge. Puede que lo que digamos es cierto, pero nosotros enfocamos el informe para la política monetaria en la parte macroeconómica, en general, de la estabilidad y déficit, por supuesto que sí tiene que ver. Pero para lo del corto plazo, coyuntura macroeconómica, tal vez es más rebuscado encontrar cuál es el vínculo de la poca recaudación o la caída de la recaudación con respecto al PIB y el nivel de la Tasa de Política Monetaria. Entonces, no sé, entre nosotros nos enredamos nuevamente. Esa es la idea...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, yo difiero un poco ahí de Jorge, porque ahí lo que se ve es un... así como en la cuenta corriente se ve un patrón que viene dándose ya durante muchos años en una disminución de la cuenta corriente, que tiene implicaciones muy claras en el mercado cambiario, la estabilidad macroeconómica depende mucho del equilibrio fiscal, también. Y aquí lo que se ve y de acuerdo a la lógica que ustedes han señalado, es que va a haber una disminución sistemática gradual en la recaudación. Es decir, ahora pasa en un solo año de 13,4 a 13,2; dos puntos y después se mantiene, pero si aplican la misma lógica debería ser, incluso, que vaya a ir disminuyendo, acercándose más a 13%, lo cual señala claramente una insostenibilidad fiscal.

Si se piensa que el gasto, una vez que se confirme o consolide la deuda por debajo del 60%, el gasto tendería a aumentar, entonces, eso nos lleva a un ensanchamiento del déficit que, lógicamente, afecta la parte monetaria, porque tendría que acomodar un poco el déficit fiscal. Entonces, para mí es muy relevante que estas cifras tengan un asidero y una justificación, porque

aquí nada más se presentan y la pregunta lógica es ¿por qué? Y no hay una respuesta. Me parece que sí se debe hacer un esfuerzo por elaborar más sobre este tema, dentro de lo posible.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Sí, yo estoy de acuerdo también con esto que acaba de decir Max. Parece que no, pero si los ingresos caen y empieza a aumentar el déficit fiscal va a aumentar la deuda y puede afectar las tasas de interés y eso afecta los mecanismos de transmisión también.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Definitivamente, la presión fiscal se convierte luego en presión de tasas de interés, entonces ahí sí, pero es más un efecto de largo plazo. Creo que sí vale la pena poner el párrafo muy moderado, porque tampoco quiero que se vea tendencioso, como que estamos diciendo que alguien debe pagar más impuestos. Creo que, como lo ha dicho Alonso repetidamente, es una situación que todavía está abierta en Costa Rica y lo dejamos ahí. ¿Les parece?

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Róger, si me permite intervenir, a mí me parece también muy interesante...

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Creo que aquí no me dan pelota a mí.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

‘Aló’.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Que aquí no me dan pelota, tengo la mano levantada hace rato.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perdón, don Jorge.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Sí, yo también.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí. Es que no los veo todos. Doña Silvia termine...

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Jorge, adelante para terminar tu punto, porque yo voy a hacer algo diferente, o sea, sobre lo mismo, pero otro punto, adelante.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Bueno, yo veo dos cosas. No es que yo esté negando las observaciones que hicieron sobre ese impacto en la recaudación del régimen definitivo, no es eso. Yo lo que estoy diciendo es que, ni en el Informe de Política Monetaria hay un elemento que haga énfasis en ese punto para hacer variar la política monetaria que se está exponiendo en el informe. Y acuérdate que la política monetaria es muy de corto plazo y esas otras variables son más de largo plazo. Podrían tener una incidencia sobre todo en la balanza de pagos, pero hay que darle un tiempo para ver si eso está así. Pero no veo yo en la descripción y lo que se propone como parte de la política monetaria del Banco Central para 25 y 26 que trate de corregir, ni siquiera mencionar esa parte.

Yo lo que creo, en mi opinión, que eso lo que podría producir es un incremento en las tasas de interés porque Hacienda tenga necesidad de recaudar más en el mercado interno, más recursos. Pero eso me parece a mí que sería la consecuencia lógica de una política monetaria que pudiera ser neutral. El Banco Central va a tener una política monetaria que trate de: ni estimular mucho y ni enfriar mucho la economía, pero si Hacienda tiene mayores recursos, lo que tiene que hacer es subir las tasas de interés y el Banco Central tiene que acomodarse. El Banco Central no podría, para estimular el crecimiento de la economía y que Hacienda recaude más, en las circunstancias en que estamos, tener una política monetaria más expansiva para que la economía crezca más. No lo veo yo así.

En resumen, mi tesis es esta: si el Gobierno gasta más en cualquier circunstancia y tiene que acudir al mercado interno, las tasas de interés van a subir y ese va a ser el ajuste macroeconómico que se debe de producir.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

De acuerdo, don Jorge. Vamos a ver, tal vez podemos incluir en el párrafo que don Max y don Juan Andrés han dicho, pueden incluir y que, lo cual, eventualmente puede llevar mayores presiones sobre las tasas de interés en el mercado interno y ahí cerramos, lo dejamos ahí para no profundizar sobre eso, para no hacer el informe de un análisis fiscal. Doña Silvia.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Sí, yo estoy de acuerdo con eso también. Y sí es un asunto que sí nos debe preocupar y que tal vez, no para este informe, pero que sí tenemos que tener conciencia de que esto es importante, cuáles son esas tendencias y esos patrones que estamos observando, de la dependencia de los ingresos de Gobierno, en ¿dónde está ubicada?, ¿qué hace esa dependencia vulnerable?, etc. Entonces, sí me parece que es una materia de estudio, pero con mayor calma, para que nosotros como Banco Central vayamos entendiendo eso y las consecuencias que eso tiene en nuestra política monetaria. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, doña Silvia. Sí, yo creo que parte del valor de la observación que sugieren es que sí, que el Banco, como hizo hace un tiempo con -igual que lo dijo Max- con la cuenta corriente, que es un fenómeno que tiene incidencia en los mercados, que la tendencia de lo que está ocurriendo con los ingresos tributarios como proporción del PIB, eventualmente, también tiene consecuencias en macro precios y en el quehacer del Banco Central, casi como dejarlo por ahí. No, no sobre elaborar en eso, pero ya dejamos puesta la idea semilla para elaborarlo en otro informe. ¿Les parece?

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Sí, de acuerdo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien. Continúen por favor, compañeros.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muchas gracias, don Róger. Seguimos con las proyecciones de agregados monetarios y de créditos. Esta es la última parte de proyecciones en la que los crecimientos esperados son

1 ligeramente superiores a los que teníamos en octubre, pero son congruentes con el crecimiento de
2 la economía, con la meta de inflación.

3
4 Algo interesante o un poco más distinto de lo que teníamos en octubre es que se espera un
5 crecimiento menor en moneda extranjera y un crecimiento un poco mayor en moneda nacional,
6 con respecto a lo que teníamos en octubre del año pasado. Y esto es en consecuencia con la
7 información que vimos la semana anterior sobre el crecimiento de los créditos, en los cuales hay
8 una moderación en moneda extranjera y una moderación en moneda nacional, aunque todavía en
9 distintos valores.

10
11 Ahora bien, terminando la parte de proyecciones, podemos pasar a lo que serían los principales
12 mensajes que vienen incluidos en el documento que les compartimos y que estamos revisando. El
13 primer capítulo, como es usual, es sobre la coyuntura económica...

14
15 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

16 Alonso.

17
18 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

19 Sí señor.

20
21 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

22 Paremos aquí un momento. Doña Celia, hagamos un receso, necesito un receso.

23
24 **SRA. CELIA ALPIZAR PANIAGUA:**

25 Sí señor.

26
27 *Se deja constancia de que al ser las diez horas con treinta y ocho minutos el*
28 *señor Róger Madrigal López, presidente del Banco Central de Costa Rica, decretó un receso*
29 *que finalizó a las once horas con cinco minutos, momento en que se reanudó la sesión. Durante*
30 *el citado receso al ser las diez horas con cincuenta y tres minutos, la señora Hazel Valverde*
31 *Richmond, gerente del Banco Central de Costa Rica, comenzó a participar de la sesión.*

32
33 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

34 Ponga la grabación. Entonces confirmamos que hay una grabación en curso. ¿Quiénes confirman?
35 Veo a don Juan, a doña Silvia, doña Marta, ¿usted ve la grabación? Sí. Y don Jorge, como no los
36 veo a todos. Don Jorge, hable o... para tener la manifestación, manifiéstese. Ahí, veo a don Max.

37
38 **SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

39 Yo sí la veo.

40
41 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

42 Don Jorge, es el que se me perdió. Ah, don Jorge se levantó un momento. Bueno, cinco de los
43 miembros confirmamos que hay una grabación en curso. Adelante, Alonso.

44
45 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

46 Muchas gracias, don Róger. Voy a continuar con esta parte que son, básicamente, los mensajes
47 principales de los distintos capítulos que tiene el Informe de Política Monetaria. El primero es de
48 la Coyuntura Económica. En la parte internacional, como hemos hablado en varias reuniones
49 previas la inflación modera el comportamiento a la baja y todavía está por encima de la meta de

los bancos centrales y eso ha inducido a que las divisiones políticas monetarias sean cada vez más prudentes, cada vez más espaciadas y en menor magnitud de lo que se preveía hace algunos meses. En ese contexto, la actividad económica va creciendo, pero a un ritmo moderado.

Ha habido, en semanas y meses recientes, discusiones amplias sobre posibles políticas comerciales proteccionistas y esto ha aumentado la incertidumbre sobre el desempeño económico mundial. También, sobre ese proceso de desinflación y consecuentemente, sobre lo que pueda ocurrir con las distintas posturas de política monetaria de los bancos centrales en el mundo.

En la economía local, observamos un crecimiento alto e incluso, superior a lo que teníamos previsto en el informe a octubre pasado; entonces, el crecimiento para la economía en el 2024 sería 4,3. Tenemos un menor déficit en cuenta corriente y es financiado con ahorro externo, financiado ampliamente con ese ahorro externo y eso, más bien, genera un superávit en el mercado cambiario que hemos discutido ampliamente.

En las finanzas públicas, los superávits primarios han permitido que la razón de deuda a PIB esté por debajo del 60% con la información que brinda el Ministerio de Hacienda al cierre del 2024 y, eso es, sin duda, antes de lo que teníamos previsto en el informe anterior y en muchas discusiones previas. También, la evolución de los agregados monetarios y crediticios; se espera, bueno, no van generando presiones inflacionarias por encima, en exceso de lo que prevemos con respecto a la meta y algo muy relevante es que los agregados monetarios, perdón, que la inflación general enfrentó un choque hacia finales del 2024. Presentaba un incremento que ha estado muy relacionado con la información de impacto de eventos climáticos en Costa Rica en los meses de noviembre y diciembre y eso ha tenido impacto en el crecimiento generalizado de los precios.

La inflación subyacente tiene valores que son bajos, todavía por debajo del 1% en términos interanuales, pero son valores positivos a lo largo del año y la inflación en este componente subyacente continúa subiendo y en buena medida, está relacionado con la inflación en los servicios. Con respecto al capítulo dos, que recopila las medidas de política del Banco Central, se refuerza la idea de que en el 2024 hubo una reducción...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Algo que comentamos en... bueno, Álvaro me dio una muy buena respuesta, pero, entonces era, porque quedó en la discusión de política monetaria de la semana pasada, me parece que ya vi parte en el acuerdo que se comunicó el jueves pasado. Era ser muy explícito en que el Banco, desde diciembre, en realidad, lo vio pero tenía muy poca información, fue la intuición en buena parte, la intuición apoyada con algunos números, de que el entorno inflacionario o el ambiente inflacionario o el régimen inflacionario, no sé cuál de todas es la más adecuada, cambió en Costa Rica a partir de noviembre del 2024; tanto en la magnitud de las tasas de inflación y en la dirección.

Queríamos dejar ese, bueno no queríamos, se comentó sobre ese mensaje, de hecho fue de las razones que fundamentaron el mantener la tasa en 4% la semana pasada, pero cuando yo, leyendo,

le pregunté a Álvaro, entonces Álvaro me dice:, ‘no, ya está en el párrafo anterior, cuando se dice que lo que se ven son valores positivos, que la inflación es lo que se prevé’ entonces, el lector debería entender que si son valores positivos de la inflación en lo que se espera, entonces, que eso ya cambia con respecto a lo que fue buena parte del 2024 y 2023, que durante algunos meses tuvo valores negativos.

Yo quería saber cómo lo vería la Junta, si les parecía dejarlo como está, como usted lo está exponiendo o poner un poquito más de énfasis en ese cambio en la inflación que observamos, lo cual tiene su riesgo y su costo. Su costo puede ser influir indebidamente en las expectativas. Porque también hemos afirmado que ese cambio y un choque de oferta. que esperamos que sea relativamente corto, en el principio después de tres o cuatro meses. No sé, ¿cómo lo ven?

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Yo, en lo personal, no pondría un énfasis en esto. De hecho, me parece que puede ser discutible si hay un punto de inflexión en noviembre; de hecho, hubo siete meses de los 12 en que hubo inflación positiva. Todo el análisis que, por lo menos que se ha aportado hasta el momento, apoya la idea de que se trata de un choque de oferta en ciertos productos, asociado a ciertas causas que, en este caso, son climáticas.

De manera que me parece que sería como tratar de poner el foco en algo que, realmente, no es muy sólido todavía. No tenemos como suficiente información de que esto se va a mantener y de que noviembre fue el punto ya de cambio. Y, como lo señala Róger, me parece que, más bien, podría alimentar las expectativas en un sentido en el que tampoco se quiere. Entonces, yo realmente no lo enfatizaría. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Max. Don Jorge, veo su mano levantada.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sí, yo sí tengo la impresión de que ha habido un punto de inflexión cuantitativo, en el sentido de que el incremento de los precios, sobre todo el IPC, se está manifestando más pronunciadamente y a mí me parece que eso que el Banco lo diga, me parece más importante a que no lo diga ¿Por qué razón? Porque el Banco tiene que mandar un mensaje a los agentes económicos indicando por dónde va la bola.

Pero, no solo eso, yo pienso que puede haber un cambio de... un punto de inflexión, no solo en los resultados de los precios, del incremento en los precios, sino también, a mí me parece que hay un punto de inflexión que es el más importante todavía y es en la política monetaria del Banco Central. Si el Banco Central adoptó el mes pasado la tesis, la decisión de no bajar más la tasa de interés, es porque el entorno, tanto externo como interno, han variado. Y, el mensaje aquí me parece a mí, que lo más prudente es decir que el Banco Central está preparado para adoptar cambios como lo ha dicho en las últimas decisiones de la Tasa de Política Monetaria, adoptar cambios en un sentido u otro.

Nosotros nunca hemos negado, aunque íbamos para abajo, de que el Banco Central, en determinadas circunstancias tendría, si lo amerita, tendría que eventualmente, hacer un ajuste en la tasa. No lo veo yo en estos momentos, pero yo lo que sí veo es que, habiendo establecido el mercado internacional, sobre todo, las políticas de la FED y la política... los cambios importantes en la economía internacional, sobre todo, lo que puede venir con la nueva administración en los

Estados Unidos, a mí me parece que el juego es otro y, entonces, yo pienso que el Banco Central es el que debe inducir a un cambio de expectativas.

Si nosotros no decimos nada y la gente interpreta que el Banco Central venía bajando, ha bajado cinco puntos desde que llevó a nueve puntos la TPM. Si el Banco no dice nada en este sentido, la gente va a interpretar, como los titulares que he leído ayer y antier: 'Banco Central insiste en no mover la Tasa de Política Monetaria, en no bajarla' y ese tipo de cosas. Entonces, yo lo que no creería es en albergar las expectativas de que el Banco Central pueda bajar la Tasa de Política Monetaria. Eso, por un lado.

Por otro lado, me parece a mí que hay otro cambio, que hay otro punto de inflexión en lo siguiente y es que en este informe se está diciendo, muy claramente, que la Tasa de Política Monetaria llegó a un nivel neutral. Llegó a un nivel neutral, ¿qué significa eso? Por definición, significa que la política monetaria del Banco Central no debe irse ni para arriba, ni para abajo porque va a ser neutra en la producción nacional, por ejemplo. Que la economía nacional no necesita un mayor estímulo monetario de parte del Banco Central y además de eso, otro punto importante, la brecha del producto no está, no hay brecha del producto.

La economía crece a una tasa muy robusta. Estamos creciendo a una tasa superior al promedio Latinoamericano y superior al promedio histórico de Costa Rica, que era 3,8% y eso es lo que me parece a mí es que el Banco Central ha manejado su política monetaria en las malas y ahora en las buenas. Este es el momento más importante que tiene el Banco Central para reclamar los frutos de lo que ha hecho y también, para decir 'mire, suave', si las cosas han cambiado, el Banco Central está atento a tomar cualquier disposición, como no bajar más la Tasa de Política Monetaria porque las circunstancias, sobre todo, para mí más importantes externas que internas, así lo aconsejan.

Entonces, a mí me parece que, cuando hay un cambio importante tanto externo como interno, el Banco Central tiene que estar a la vanguardia, tiene que ser el primero que lo dice y no a la inversa. Que nos lo digan por fuera o que nos lo remarquen por fuera. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias. Sí, tal vez, hay que buscar cómo lo decimos y me parece... yo he sido y digo que a veces tenemos, necesitamos una prueba estadística para saber un punto de inflexión, don Max lo dice. Lo que sí es un cambio por lo menos en los niveles, eso es. Busquemos la manera, tal vez, de decir, de señalar ese cambio que hay a partir de noviembre y, tal vez, no llamarle tan fuerte como cambio en un punto de inflexión como que hay un determinismo de que ahora lo único que puede ocurrir es subir.

Pero sí tenemos en cuanto a los niveles, me parece buena la observación de don Jorge. Hemos observado niveles en algunos casos, años de no observar en un mes particular; entonces es una llamadita de atención. Doña Silvia, vi su mano en algún momento. Vean, recuerden que se vale interrumpir, decir 'quiero hablar' o lo que sea, para estar claro. Vi su mano en algún momento, doña Silvia, adelante.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Muchas gracias. Yo estoy de acuerdo con Max, yo no pondría nada sobre puntos de inflexión en este momento. Me parece que no tenemos suficiente evidencia por un lado y tenemos suficiente incertidumbre, como lo dijimos hasta la saciedad, en el Informe de Política Monetaria. Entonces, me parece que en este momento algo que puede crear expectativas inflacionarias con resultados

adversos para la ciudadanía, no para nosotros que tomamos decisiones, no me parece conveniente en este momento.

Yo no haría ninguna referencia a ningún punto de inflexión, simplemente dejar las cosas como están planteadas en este momento, como lo hemos hecho en el pasado y en otros momentos, donde nadie dice y esto no quiere decir, tampoco, es decir, el no decir nada, no quiere decir tampoco que estemos dispuestos a seguir bajando la Tasa de Política Monetaria o que la vayamos a subir. Simplemente, lo que quiere decir esto, y eso sí estaría dispuesta que se ponga, es lo que siempre decimos, que el Banco Central, basado en la evidencia presentada al momento, tomará las medidas pertinentes y relevantes que crea conveniente para ese momento de política monetaria. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, doña Silvia. Yo creo que el documento sí establece, vemos que las mayores inflaciones que hemos observado en los últimos meses. Lo que... parte de la discusión en ese momento era quitarle el énfasis, y creo ya, convencido, persuadido de no llamarle punto de inflexión. Puede que subjetivamente creamos que es así, pero no lo vamos a llamar en ese informe de esa forma sin mostrar la evidencia, y eso definitivamente... es la hora de que el Banco Central tomara la medida requerida en el momento requerido. Obviamente, siempre se ha dicho con base en evidencia, pero es una evidencia sobre la prospección que tenemos de la economía.

Pero bueno, siga. ¿No sé si hay alguien más? Si no, porque no los veo. Si no, siga Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor, muchas gracias.

El capítulo dos resume las medidas de política aplicadas por el Banco Central que incluyen una reducción de 200 puntos base en el 2024 de la Tasa de Política Monetaria y es muy importante enfatizar, como se mencionaba previamente, que eso llevó a una postura neutral de la política monetaria. Además, como menciona Betty en el chat, se señala que es poco probable el retorno a valores negativos para la inflación interanual. No se puede descartar del todo, pero es que eso es relativamente poco probable con la nueva información, con los nuevos resultados que tenemos. Los excesos de liquidez que han ocurrido en el mercado...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, Alonso. No sé, respecto a este último punto de la neutralidad. Bueno, de lo que yo recuerdo, la tasa real neutral es alrededor de 1,5, si mal no recuerdo.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Y, las expectativas de la encuesta andaban cerca del 2%, incluso creo que iban a ser un poco menores, y las de mercado creo que 2,1, 2,2. Entonces, si se toma el 1,5 más 2 serían 3,5. A eso bueno, ustedes les ponen un margen de medio punto, que es lo que llevaría al 4 en la parte superior o al 3, o sea, que la neutralidad estaría supuestamente, de acuerdo a esos cálculos, entre 3 y 4. Entonces, no sé, si la afirmación que se hace ahí, de que ya se tiene una postura neutral, es muy fuerte. Porque de lo que se puede decir es, que está dentro del rango, pero la neutralidad podría ser 3, 3,25, 3,50, 3,75, o 4, ustedes están suponiendo ahí que es 4. Entonces, tomando el

punto superior, me parece que ahí, tal vez, lo conveniente sería calificar que está dentro del rango estimado de neutralidad.

Pienso, porque no está... me parece que es una afirmación muy fuerte como si llegara la inflación al 2 y bueno, ya estaríamos apenas entrando al rango de tolerancia por la parte inferior. Ese es mi comentario, sí, me parece que es que enviar la señal de que ya no puede haber modificaciones en un sentido u otro, porque ya nos saldríamos de la neutralidad. Me parece, una visión un poco restrictiva y que, incluso limitaría un poco el margen que el Banco tiene para tomar sus decisiones de política monetaria. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Max. ¿Cómo andamos con los números esos? Tal vez, para estar seguros, don Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, por ejemplo, las expectativas de mercado están en 2,3, más el 1,5 más el 0,5 del rango, sería 4,3. Con la mediana, las expectativas de la encuesta sería 4, y con el modelo la trayectoria que vemos, el límite superior está a 4,05. Entonces, estoy de acuerdo, que uno no podría decir que está en el rango de la neutralidad. Es una calificación adicional, pero por lo menos, en el acuerdo de la decisión anterior, se hablaba de que se estimaba de acuerdo con el comportamiento de las expectativas que estaba en una postura neutral.

Ahora bien, es muy importante, efectivamente, calificar lo que puede ser en alguna dirección o en otra. Yo creo que eso es un mensaje que, tal vez, viendo los artículos de prensa, no fue recogido bien porque, como se mencionó previamente, algunos indican que se pausa la reducción. Pero uno de los mensajes que fue la conclusión de la decisión de la semana anterior, era justamente que al haber alcanzado esa neutralidad y esperando que las expectativas, por ejemplo, se mantengan en esos niveles en los que están, no debería haber razones que sugieran que hay una dirección esperada en este momento. Más bien, las decisiones tienen que ser hacia adelante y pueden ocurrir en cualquier dirección. Dependiendo de si los riesgos al alza se manifiestan, por ejemplo, o si los riesgos a la baja, que hemos discutido, también se manifiestan.

Creo que la reunión de marzo, justamente por eso, va a ser muy interesante, porque vamos a tener un poco más de información para evaluar dónde estamos. Entonces, don Róger no sé, si le contesté más de la cuenta.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Vamos a ver. Lo que quiero saber, tal vez, es una redacción pareciera más moderada como la que establece don Max, en el sentido que estamos a un nivel que está contenido en el rango de la tasa real neutral o una cosa... o de la tolerancia con respecto a la tasa real neutral. Pero en la redacción, la diferencia que veo entre lo que ustedes establecen o lo que nosotros establecemos y la posición de don Max; que me parece que es correcta, que es la más prudente, es, en vez de hablar de un punto saber que estamos contenidos en algo que ya tiene neutralidad.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, de hecho, doña Evelyn sugiere una redacción en el chat que dice, coherente con una postura neutral. Eso es, tal vez si consideran, se puede calificar más, pero me parece a mí que esa redacción podría ser, podría incluir la sugerencia.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí. Creo que, igual, con lo del punto de inflexión o eso, lo que don Max señala es que nos... cuando decimos algo así de definitivo y categórico, nos encerramos y luego más bien nos va a costar salir de ahí. Entonces, dejar la... porque los datos así lo muestran, no porque queremos, los datos nos muestran de que hay ciertos márgenes de acción que la neutralidad puede estar en esta tasa, puede estar en una tasa un poquito mayor, puede estar en una tasa un poquito menor. Eso es la... me parece a mí, como la flexibilidad que establece don Max. Entonces, hacemos ese cambio. Continúen, por favor.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Gracias. Don Jorge tiene la mano...

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Yo quiero decir algo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, don Jorge.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sí. No estoy tan de acuerdo con eso, porque se está ignorando, por ejemplo, todo el elemento de la política externa. La evolución de la economía en los Estados Unidos y en el mundo, pero sobre todo en los Estados Unidos y lo que puede hacer la FED. Y entonces, si nosotros... eso no se está mencionando en esta parte.

Yo tengo la visión, tal vez diferente a la de ustedes, de que una tasa de política neutral tiene que tomar en consideración el entorno externo, no únicamente lo que sucede en la economía interna. Porque para mí, si sólo se toma en lo que está sucediendo en la economía interna, la economía interna está muy bien, pero si se toma en cuenta la parte externa, ya ahí no somos tan neutrales. Entonces, yo, por ejemplo, yo diría que, si se va a hacer una modificación en la redacción de ese primer punto en el capítulo dos, habría que ponerle un 'sin embargo', y mencionar lo que sucede, lo que está sucediendo y las expectativas de lo que puede suceder doblemente.

Primer lugar, el cambio que ha sugerido la FED en su política de tasas de interés y, en segundo lugar, el impacto que pueda tener las medidas que la nueva administración vaya a asumir y se pueden reflejarse el incremento de los precios que, vaya de por sí, a obligar a la FED a mantener una política de tasas de interés más alta.

Yo lo que creo es que hay un nuevo juego, para mí sí hay un punto de inflexión, es un nuevo juego. Y si nosotros estamos alimentando la posibilidad de que en cualquier momento el Banco Central, en cualquier momento de los próximos dos años, vaya el Banco Central a bajar tasas, a mí se me hace muy difícil aceptar una posición de esas, porque yo creo que iría contrario a lo que está pasando en el mundo, y entonces, yo veo eso complicado.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, ahí yo estoy de acuerdo en lo que dice Jorge de todas esas circunstancias externas que hay que tomar en cuenta, y que dependiendo de cómo se resuelvan, van a tener un impacto en el mundo y en Costa Rica, y en la política monetaria. Pero, precisamente, esos elementos están considerados dentro de los riesgos externos. Yo estoy de acuerdo que, y así voté en la última decisión de política monetaria, dándole un peso mayor a la parte externa, a los riesgos y a la

1 incertidumbre externa que a la interna. Pero eso, me parece que está, es parte de los riesgos porque
2 no sabemos qué es lo que va a hacer la Reserva Federal, ni ellos saben qué es lo que van a hacer.
3 Son... igual que nosotros, van a tomar decisiones basadas en los datos y en las perspectivas de
4 mediano y largo plazo.

5
6 Entonces, me parece, que son dos cosas distintas, lo numérico de la tasa neutral es eso, es una
7 estimación numérica que tiene márgenes de error, y eso es. Estamos en un borde... es manifestar
8 eso. Nada que ver con los riesgos que pueden materializarse o no, y que se considerarán en su
9 momento si ocurren. Gracias.

10
11 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

12 No, fíjate que yo no lo veo así. Es que, el Banco Central tiene que tomar una decisión con base en
13 los riesgos que efectivamente cree que van a pasar, por eso es *forward looking*. Pero si nosotros
14 ignoramos del todo lo que va a pasar, y dejamos una frase, que 'la Tasa de Política Monetaria
15 tiene márgenes hacia arriba y hacia abajo y cualquier cosa pasar', no estamos dando el mensaje
16 correcto a los inversionistas, a los agentes económicos. A mí me parece, que la gente... es decir,
17 nosotros lo que tenemos que hacer es la obligación de hacer una estimación de qué es lo que
18 razonablemente creemos que va a pasar.

19
20 Y no es así, Max, no es así, de que la FED ni nadie sabe qué es lo que va a pasar. No, está
21 clarísimo. La FED no va a subir tasa de interés mañana. Hay un 98,5% de las encuestas que dicen
22 que no lo va a subir. Otra gente dice que puede ser en mayo o en junio, y sólo un aumento en este
23 año. Entonces, ¿qué es lo que está pasando?

24
25 Si nosotros estuviéramos con muchas dudas y no tenemos ninguna idea de lo que va a pasar en el
26 mercado internacional, que podría afectarnos a nosotros indirectamente si se estimula el ahorro en
27 dólares y después eso provoca salidas de capitales, eso va a influir en la inflación y después
28 tenemos que revertir nosotros esas cosas. Yo, por lo menos, en eso soy más prudente. Yo
29 preferiría la prudencia, por un lado, y por otro lado... ¿Para qué sirve todo el análisis externo que
30 ha planteado la División Económica? Es para dar un punto de opinión, es para decir, bueno, 'la
31 evolución anticipada de la situación de la economía externa, del entorno externo, nos va a
32 conducir a esta situación', ignorarlo yo no lo vería ni prudente y lo vería muy ajeno a la realidad.
33 Claro que siempre hay riesgos, desde luego, pero dejarlo así en la frase cliché que ha metido los
34 informes de política monetaria en los últimos, por lo menos en los últimos 10 informes de política
35 monetaria que el Banco va a subir o bajar, ese tipo de cosas nadie las lee, eso ya es parte del *copy*
36 *paste* que se pone en todos los informes.

37
38 Lo que lo que a mí me parece que hay que hacer y decir es qué es lo novedoso en estos momentos,
39 qué es lo novedoso y cuáles son los riesgos que enfrentamos. Esa es mi visión, una visión
40 muchísimo más realista de lo que podemos esperar hacia futuro.

41
42 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

43 Vamos despacio, compañeros. Uno de los mensajes es que la reducción de los 200 puntos base en
44 2024 llevó a una postura coherente con la neutralidad de la política monetaria, punto. Yo creo que
45 eso es cierto, ahí los compañeros nos hicieron mejorar la redacción, nos hicieron la observación
46 esa, yo creo que eso es cierto. Lo que debemos dejar claro es lo que ya Betty señaló también en el
47 otro lado, que el Banco se mantiene atento, dispuesto a actuar en la dirección que le corresponda.

1 Con esos dos mensajes yo no veo ninguna contradicción en este momento. La postura de don Max
2 me parece que es una postura muy razonable de no ser definitivo con un valor numérico particular,
3 sino que nos dejemos cierto margen en cuanto a cuál es el valor de la neutralidad, es mejor hablar
4 de un rango coherente con la neutralidad o una postura coherente con la neutralidad a hablar del
5 valor particular. ¿Ven un problema en esto? ¿Lo ven irreconciliable? ¿Cómo lo ven?

6
7 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

8 Es que es que mira, el problema que yo veo es que estaríamos ignorando lo que la División
9 Económica nos está diciendo que puede pasar en el mercado internacional, me parece que lo
10 estaremos ignorando.

11
12 Si estuviéramos en una situación normal, echándose para atrás muchos años, la Tasa de Política
13 Monetaria puede limitarse a lo que vaya a suceder en la economía interna de un país como este,
14 pero una situación en donde los Estados Unidos mantiene unas tasas de interés más elevadas,
15 mientras eso no baje, no podemos volver nosotros a definir la Tasa de Política Monetaria
16 únicamente con valores internos, ¿por qué? Porque estamos ignorando que Costa Rica vive inserto
17 en una economía internacional en donde cosas están pasando, esto es lo que yo veo.

18
19 Por ejemplo, yo lo había mencionado en alguna oportunidad en el pasado, yo no sé cuál es la
20 posición de ustedes con respecto a la definición de la tasa de política monetaria, si no toma en
21 cuenta los valores externos. México sí lo hace, al definir la política monetaria neutral sí lo hace, y
22 hay literatura en ese sentido. Pero también hay otra cosa, las recomendaciones que nos están
23 haciendo a nosotros son nuevas, lo hace el Fondo Monetario Internacional y lo está haciendo el
24 BID en el documento que les mencioné yo la vez pasada. Esos son cosas nuevas, eso no lo
25 teníamos nosotros hace año y, entonces el Banco Central tiene que ir monitoreando lo que está
26 pasando interna y externamente.

27
28 Para mí la decisión de mantener la tasa política monetaria ahí donde está es que no hay necesidad
29 de bajar la tasa porque la economía no amerita en estos momentos que se le dé un impulso
30 monetario más grande y más bien hay que dejarla así como está, porque el peligro de bajar tasas,
31 nosotros y ponernos todavía más abajo de la FED, eso puede tener consecuencias a largo plazo
32 que yo ahí sí veo un riesgo y es que si no ha pasado en los últimos meses y esto, acuérdense que si
33 hay un cambio de expectativas en el mercado cambiario, las cosas se desarrollan muy rápidamente
34 y lo peor que le pasar al Banco Central es que tengamos que revertir la política.

35
36 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

37 Compañeros, hagamos una cosa, yo no sé, votemos, tal vez quite la presentación para que votemos
38 qué se queda. ¿Quiénes estamos de acuerdo que se quede tal y como presenta el Informe de
39 Política Monetaria tal y como está en este momento? Los que estamos de acuerdo levantemos la
40 mano.

41
42 **SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

43 Perdón, con los ajustes, sí.

44
45 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

46 Con la coherencia con la zona neutral, sí, exactamente. Doña Marta, don Max, don Juan, doña
47 Silvia, ¿Dónde está doña Silvia? No la veo. Doña Silvia, está de acuerdo, y mi persona. Entonces,
48 don Jorge no está de acuerdo.

Entonces hagamos una cosa para poder avanzar, en el momento de aprobar el informe usted hace, don Jorge, si le parece, dice que le hubiera gustado o que no está de acuerdo con tal cosa para quede su opinión porque vea la hora que es, vamos a llegar a las 12 y no hemos pasado. ¿Estarían de acuerdo con eso?

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Bueno, pero espérate es que lo que nosotros tenemos aquí es una filmina, es un resumen de lo que está en el documento, lo que yo no sé es al final qué es lo que va a poner Alonso en el documento. El documento tiene que conducir a una postura del Banco Central de la Junta Directiva sobre la política monetaria y esa postura me parece a mí que tiene que ser realista con lo que pasa interna y externamente, pero ignorar lo que pasa en el mercado internacional y eso, no podría votar a favor de eso.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Jorge, no se está ignorando y lo que vamos a poner es lo que se les pasó a ustedes para que lo leyeran el sábado, yo no sé si hay que buscar la página o lo que sea, pero yo lo que quiero es que nos salgamos de este entuerto de que avancemos, porque si no vamos a seguir en una discusión en que cinco personas estamos de acuerdo con algo y hay una persona que no está de acuerdo y no podemos avanzar. Entonces yo...

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sigamos con la discusión, pero yo no los voy a acompañar en la decisión.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Adelante, Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muchas gracias. Don Róger, sí, tal vez como para recapitular un par de mensajes, siempre para estimar la tasa real neutral se toma en cuenta todo lo que ocurre externamente e internamente y también los factores externos son riesgos, si tuviéramos certeza, pues no sería riesgo e iría en la proyección central, pero bueno. Recapitulando un poco iba por la parte de excesos de liquidez que han estado contenidos en instrumentos del Banco Central, pero estos excesos han disminuido significativamente en este 2025 dados los vencimientos de las operaciones diferidas a plazo de las ODP, también ha habido una apreciación ligera interanualmente de la moneda nacional, que esto es coherente con la abundancia relativa de divisas y eso ha permitido al Banco Central atender prácticamente contemporáneamente los requerimientos del sector público no bancario y fortalecer el blindaje financiero que han llevado a un incremento de las reservas.

Podemos pasar a la siguiente que es tema de las proyecciones macroeconómicas y acciones de política. En lo internacional, esto fue parte de lo que presentamos al inicio de esta presentación, hay un crecimiento económico moderado y una inflación que converge hacia los objetivos de los bancos centrales en forma más pronta en economías avanzadas y en la economía local hay un crecimiento económico que es en promedio un 4% para este año y el siguiente, el déficit de cuenta corriente estaría en torno al 1,5% financiado por el ahorro externo a largo plazo, especialmente los flujos de inversión directa.

Se espera, como lo vimos previamente, una mejora en las finanzas públicas, especialmente en la relación deuda PIB que para el 2024 ya cerró en menos del 60%, se espera que continúe de esa manera para estos dos años y que contribuya a toda esta mejora con esa consolidación fiscal y que

la inflación tanto general como subyacente retorne al rango de tolerancia alrededor de la meta en el tercer trimestre del presente año como lo hemos discutido previamente. La meta de inflación por el momento se mantiene en un 3% con un rango de un punto porcentual.

Y el gráfico de abanico de las proyecciones de inflación, tanto general como subyacente, este lo habíamos visto la semana anterior, hay una ligera probabilidad de inflaciones muy bajas en la general, pero en la subyacente esto es menos presente y en ambos casos la proyección es que alcancemos ese rango de tolerancia alrededor de la meta durante este año en el tercer trimestre.

Pasando ya al balance de riesgos de este pronóstico macroeconómico, estos son los riesgos que presentamos y pues se habló de excluir uno de ellos. Era el primero en mayor importancia hacia la baja ese que el crecimiento económico de los socios sea menor al previsto en congruencia con una política monetaria que se espera sea restrictiva por más tiempo. El segundo riesgo es, y ese es el que se discute que se eliminaría, sería la persistencia de la inflación.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ese no, Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Entonces, paso al siguiente que es la transmisión de reducciones de la Tasa de Política Monetaria hacia algunas actividades menor y más lenta de lo previsto. El cambio que se hizo en la última reunión de política monetaria era de la inclusión de la frase hacia algunas actividades, porque en otras si se ha visto esa transmisión que se esperó por mucho tiempo y no se manifestaba durante alguna parte del año pasado.

En términos de los riesgos al alza que están muy relacionados con toda la discusión que hemos tenido sobre economía internacional, están los choques de oferta y fragmentación del comercio global por restricciones comerciales que se puedan imponer y han estado en discusión, conflictos geopolíticos que continúan y fenómenos climatológicos que como vimos localmente pueden tener impactos al alza sobre la inflación en corto plazo para... el corto plazo en este fenómeno particular que menciono, no de manera generalizada.

Ahora lo último que queríamos presentarles era un resumen de los recuadros que vienen incluidos en este Informe de Política Monetaria. El primero está relacionado con esa discusión que tendrá la Junta de acuerdo con el plan de los elementos que puedan considerar para la determinación en la meta de inflación. En general se habla de la importancia del compromiso con un objetivo de inflación, porque eso ayuda a consolidar la meta como el ancla para ese proceso de formación de precios y una parte muy importante de la discusión es cómo definir esa meta y la pregunta en general académica de bancos centrales es ¿Cuál es la tasa de inflación óptima?

Y hay una amplia gama de modelos que pueden dar información al respecto. La mayoría de los países avanzados tiene una meta que está muy cercana al 2% con un rango de tolerancia simétrico, en algunos casos no tienen rango, en algunos otros sí, y esos objetivos de mantener una meta del 2% se han mantenido por muchísimo tiempo, incluso hay países que lo revisan con alguna frecuencia y la conclusión, por lo menos el caso de Canadá es que lo ha revisado continuamente y siempre ha llegado la misma conclusión.

Otro tema importante en esta discusión de la meta es cuál es el indicador de inflación, si debe ser la inflación general o la subyacente. Bueno, uno tiene ventajas en términos de la facilidad de

comunicar la información y otro más relacionado con el impacto de la política monetaria sobre esa inflación y también cómo debe expresarse esa meta si es un valor puntual, como, por ejemplo, en Estados Unidos o un rango o un valor puntual con un rango de tolerancia como es el caso actualmente en Costa Rica.

Un elemento también importante es que toda esta discusión se ha enfocado mucho en economías avanzadas y no hay tanta discusión académica sobre las economías emergentes, pero esto es algo que va mejorando conforme más países van adquiriendo ese tipo de regímenes. Ese recuadro, el objetivo es que contribuya a iniciar esa discusión sobre tema y esta discusión apoya la rendición de cuentas que tenga el Banco Central y también que en este proceso es conveniente que participen no solo el Banco Central sino organizaciones externas y académicas.

El segundo recuadro...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, nada más una pregunta sobre este primero, bueno me parece bien que lo que se pone ahí es como elementos que contribuyan a formar una base para la discusión del tema de si se revisa o no y hacia dónde, la tasa sin incluir ningún elemento que induzca hacia un lado o al otro, creo que ese es el objetivo. Nada más, la duda que me quedó, yo recuerdo que Miguel siempre señalaba y Marta ahora lo mencionó también, que hay algunos países que tienen o bancos centrales que tienen una meta nada más con un valor y el resto hacia abajo es decir tres o menos, o dos o menos, o dos y medio o menos, lo que sea. No vi ninguno de esos dentro de los ejemplos que señalan, entonces, no sé si existen ese tipo de metas y en cuáles países si lo es, pues valdría la pena mencionarlo. Gracias.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor, si yo recuerdo bien, un país como Suiza me parece es el caso más notorio que tiene una meta de dos o menos, me parece, y sí efectivamente creo que ese es un buen ejemplo para incluir.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí es de la siguiente forma, sí, ustedes en el recuadro lo que hacen es, toman una cantidad de países y describen las regularidades, tal vez en una nota al pie de página, confirmar con la de Suiza que es no más de 2%. Entonces, que yo diría la afirmación que hacen es con base en una regularidad que encuentran en la revisión que hicieron. Entonces, la observación de don Max es que, el caso particular no sé qué, pero no conozco otro. He escuchado de Suiza que... había escuchado otro, pero no lo recuerdo, sé, me parece recordar que yo tenía dos ejemplos, pero el que recuerdo en este momento es Suiza. Ponerlo en una nota al pie de página para agregarlo para quede dentro, por completitud. Ese es informativo para la población.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

De acuerdo, sí, totalmente de acuerdo. Muchas gracias por el comentario. El segundo recuadro se deriva de una solicitud de Junta Directiva; incluso, está para discutir este jueves el documento que se produjo y es la estimación de la transmisión de la Tasa de Política Monetaria a las tasas activas en el periodo más reciente, en el que se utiliza un modelo de vectores de corrección de errores y con datos semanales en moneda local para agregados de los intermediarios financieros de las otras sociedades de depósito. Y para los grupos de bancos públicos y privados hay dos desagregaciones distintas.

Y, dentro de las características, las conclusiones a las que se puede llegar con esta información es

que el traspaso es incompleto. En promedio ronda 50 puntos base por cada 100 puntos base. Recordemos también que el periodo de análisis incluye tiempos muy distintos dentro de la historia económica reciente. Un periodo que era de menor crecimiento previo a la pandemia, luego el choque pandémico, luego el choque inflacionario y ahora, un periodo más reciente que tuvo una postura monetaria restrictiva. En promedio, esa transmisión se alcanza...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Alonso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Señor.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Cuidado, nada más y no tiene que ponerlo, pero sí en la parte expositiva, es con lo de los 50 puntos base, es cierto para bancos públicos y privados, para la categoría bancos. Porque, entiendo que están cooperativas y financieras y que esas, en conjunto, pueden pesar como un 15% del sistema financiero. O sea, es una inferencia que no es generalizable para el sistema financiero, al menos con la evidencia que yo vi o ¿cómo es? Para que me cuente ¿cómo es?

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí, eso es uno de los elementos que se están incorporando en las correcciones del recuadro. Evelyn, si usted pudiera complementar.

SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:

Sí. Ese de 50 se refiere al todo el grupo de intermediarios financieros regulados por Sugef, todas las otras sociedades de depósito. Hay otro cálculo también, para solo bancos públicos y solo bancos privados, pero este es en general. En general, todo el sistema ese es el...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Es el agregado.

SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:

Sí, ese es el traspaso.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Perdón, don Jorge tiene la mano levantada.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sí, en el cuadro a la derecha, el último párrafo me parece a mí que le echa toda la culpa de la poca transmisión o la insuficiente transmisión a las tasas activas, al Banco Central. Esa es la forma como yo lo leo, pero en realidad a mí me parece que ahí hay problemas de carácter estructural que limitan el descenso de la Tasa Política Monetaria a las tasas activas. Y eso me parece a mí que es injusto con el Banco Central, porque el Banco Central hace lo que puede, pero si el sistema estructuralmente no permite que descienda y que los bancos comerciales o las entidades comerciales aumenten, más bien, el margen de intermediación financiera, el Banco Central no lo va a regular así tajantemente, no me gusta la limitación, la forma como está redactado eso.

El otro punto que quiero mencionar es este, las recomendaciones que hizo el Fondo Monetario sobre la política monetaria del Banco Central no están tomadas en cuenta. Por lo menos una que es

1 muy importante y es lo que tiene que ver con la compra de divisas. En el fondo, lo que el Fondo
2 dice es que el Banco Central tiene una política monetaria no explícita, en virtud de la cual, se está
3 evitando que el tipo de cambio baje por debajo de un cierto nivel y lo hace mediante la compra de
4 reservas.

5
6 En la decisión, que yo no estaba en el Banco Central en esa época, en la decisión que adoptó la
7 Junta Directiva era que se iba a satisfacer un mínimo de la concordancia con el ARA ahí
8 establecida por el Fondo Monetario Internacional, pero no un máximo. Ahora, el Fondo lo está
9 diciendo concretamente, que el Banco Central tiene que definir cuál va a ser el máximo que va a
10 mantener en la creciente captación de reservas. Eso, me parece a mí que no se ha definido, por lo
11 menos yo no lo sé cómo lo han definido.

12
13 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

14 Don Jorge, a mí me parece que lo del Fondo tenemos que darle un poco más de pensamiento.
15 Porque, creo que ellos tienen algunos errores conceptuales. Por ejemplo, a veces hablan de la
16 intervención del Banco, le ponen como intervención del Banco lo que compra del sector público, y
17 ya nosotros hemos definido que eso no necesariamente es intervención, sino participación, porque
18 lo que se hace es que se expresa de manera contemporánea la demanda del sector público y eso no
19 lo hace el Banco porque quiere, sino porque forma parte de la ley. O sea, es el cumplimiento de la
20 ley.

21
22 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

23 En eso estamos de acuerdo, es en la otra parte.

24
25 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

26 Sí, entonces eso es. Y luego, la Junta sí definió, en realidad no es una recomendación del Fondo.
27 El Fondo lo que escogió es una metodología, es en realidad una adaptación de algo muy general
28 que está en el ARA, hay toda una elaboración propia del Banco Central de cómo es que llevamos a
29 la práctica o implementamos esa metodología que llaman Nivel Adecuado de Reservas y lo que la
30 Junta dijo es: la recomendación global es que un país esté entre el 100 y el 150. La Junta, después
31 de lo que pasamos, problemas del 2019-2020-2021 inclusive 2022, 2022 con reservas, que
32 llegaron a bajar a ciertos niveles por debajo de los que el Banco había previamente definido
33 óptimos; es la Junta en ese [...]: “no, yo le pondría al Banco que esté entre 125 y 150.” No hemos
34 pasado de eso y de hecho...

35
36 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

37 Pero en el 2026 vamos a llegar, ¿verdad?

38
39 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

40 No sabemos.

41
42 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

43 Ustedes lo tienen ahí planteado en términos...

44
45 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

46 Que pasamos del 150, no.

47
48 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

49 No, llegan a 150 en unos años.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Llegamos, es parte, eso es coherente con el acuerdo. El acuerdo...

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Eso está bien, pero, Róger, en algún momento a mí me parece que la política, es decir, lo que yo creo que está pasando es que el Banco Central ha adoptado una política cambiaria sin que sea transparente y yo no sé si eso tiene que revisarse o no, pero el punto es que [...].

Yo soy uno de los que ha dicho públicamente varias veces y usted también, de que el Banco Central tiene la política de que sea el mercado, como dice la ley, la que determine el tipo de cambio. Pero, el Banco Central tiene una intervención en el mercado cambiario y esa intervención al mercado cambiario es para adquirir divisas.

Pero el Banco Central, perfectamente, podría decir que con un 100% de esa métrica está bien. El punto es que, de hecho, hay una política cambiaria no explícita y eso, no es que yo estoy en desacuerdo con que el Banco haya comprado esas reservas y que las lleve a un nivel que es históricamente el más grande que hemos tenido. Pero lo que no creo yo es que el Banco Central pueda seguir no definiendo cuál es su política cambiaria. Porque existe de hecho, no formulado en la decisión del Banco.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¡Ay, don Jorge! Viera que ahí sí tengo una seria diferencia y quisiera que los miembros de Junta opinen también. Porque en realidad es totalmente explícita la política del Banco, es un régimen de flotación administrada y que esa flotación administrada ha definido, es un acuerdo formal de Junta con metodología y demás, para obtener el adecuado blindaje financiero, el Banco Central ubicará el nivel de reservas entre 125 y 150, que es lo que ha hecho. No nos hemos salido de eso, ni hay proyecciones de que nos salgamos de eso. Entonces, no hay nada que no sea de hecho, que no sea de derecho, por decirlo así. Lo *de iure* se corresponde...

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Estoy de acuerdo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perdón don Jorge, lo *de iure* se corresponde con lo *de facto*. Entonces, es la política, vamos a ver, la política está declarada y la operativización de esa política está también declarada. No hay ninguna sorpresa. De hecho, el Banco Central si algo ha hecho durante los últimos años, cosa que no ocurrió en el pasado, fue que el Banco, de una manera muy responsable, ha llevado la demanda contemporánea del sector público al mercado de divisas.

Entonces, claro, es una discusión que podemos entrar, eso, la observación más que la recomendación del Fondo, tal vez, si ellos la entienden podrían moderar la forma en que lo dicen. Yo sé que la salida de eso es que cambien la ley. Bueno, esa es otra discusión, cambien la ley, para que entre el sector público, pero yo no observo así, no compartiría que el Banco Central tiene una política no transparente, creo que más bien se peca de lo contrario. Pero, invito a los demás miembros a que hagan las observaciones que les corresponden.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Yo estoy totalmente de acuerdo con...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¡Ay, don Max, no le escuché! ¿Está totalmente de acuerdo con quién?

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

No se le escucha, Max.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

¿No se me escucha? Espérate para ver.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Creo que doña Evellyn tenía la mano levantada, después de don Max, que hable doña Evellyn.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

¿Ahí se me escucha?

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Sí, ya ahora sí.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

¿Ahora sí?

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Ahora sí.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Sí, yo concuerdo con lo manifestado por Róger, creo que primero, no hay una meta cambiaria, definitivamente no la hay. Hay total transparencia en la política referente al régimen cambiario y la participación del Banco Central en el mercado cambiario está muy claramente definida e informada. Interviene por distintas razones, una es la compra obligatoria que tiene por ley que hacer de las divisas del sector público. Otra es para evitar movimientos violentos en el tipo de cambio y la tercera para constituir sus propias reservas de acuerdo con algún parámetro.

Eso se hizo y se estableció, está vigente, se comunicó. Se usa el indicador de reservas adecuadas entre 125 y 150, no se ha salido de ese rango ni se prevé que se haga en las proyecciones que nos acaban de presentar para el 2025 y 2026. De manera que creo que no existe opacidad ni existe una meta implícita cambiaria. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias don Max. Tal vez para corregir mi error de que doña Evelyn tenía la mano levantada me parece que, en el tema anterior, pero para darle la oportunidad que haga la aclaración correspondiente. Por favor, doña Evelyn.

SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:

Gracias. No, fue un error de mi parte, no estoy pidiendo la palabra.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¡Ah bueno! Perdón, entonces. Doña Marta, adelante.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Sí, yo tengo alguna observación acá, pero no tiene que ver con eso que está comentando don Jorge sino más bien, de este recuadro número dos, entonces, cuando terminen lo de la parte de política cambiaria yo hago mi observación.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Alguien más que quiera decir algo sobre la política cambiaria del Banco Central?

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Yo sí quiero un comentario final y es esto; no es enteramente transparente la compra de divisas, el Banco Central compra divisas, más o menos, cuando quiere. Y no hay, es decir que el Banco Central es un gran participante en el mercado cambiario, eso no se puede negar.

Y si el Banco Central hubiera querido, hubiera comprado todas las reservas en un solo tiro o las compra al puro final y su compra no es indiferente para los resultados del mercado cambiario. Yo concuerdo con la primera parte de lo que se dijo ahí, de que es por ley la compra divisas para el sector público. Eso no lo podemos cambiar, pero la otra parte, ahí me parece que hay un elemento discrecional que además de eso, puede llegar en algún momento a su final. Salvo que el Banco Central tomara la decisión de que ya no va a ser entre 100 y 150 sino entre 100 y 175.

Y a mí me parece que lo que yo estoy diciendo es que, en el fondo, hay una política cambiaria del Banco Central inserta en ese tipo de cosas y ¿cómo lo podemos ver? Son los efectos más que la definición de cuándo puede cambiar el... o comprar divisas el Banco Central. En el fondo es esto, de hecho y la realidad es que, si el Banco Central no hubiera intervenido comprando divisas y pasándola de un nivel que es suficiente a otro nivel que es más que suficiente, ahí hay una política cambiaria implícita. Que ustedes pueden llamarlo como quieran, pero que para mí no es transparente, no lo es. Y si el Fondo Monetario hizo la llamada de atención a mí me parece, porque por lo menos ellos tampoco lo ven de una manera clara como ustedes la ven.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Jorge, ya le doy la palabra a doña Silvia que la había pedido, pero vean, no es cierto que el Banco puede comprar todas las reservas, incluso, como dice usted, todo en un solo momento. Hay un acuerdo de Junta Directiva que le dice al Banco que puede ir de acuerdo con las disponibilidades del mercado. El Banco va con el mercado, va acompañando al mercado. El Banco no podría hacer, no hay autorización para la Administración para que vaya y compre todas las reservas. Antes tiene que hacer una racionalidad y una práctica de mercado, hay un conocimiento del mercado cambiario, hay una técnica detrás de eso.

Y entonces lo que se podría discutir y es muy discutible, es si tener información asimétrica en el sentido que se le dice al mercado cuánto va a comprar el Banco, que no sabemos cuánto va a comprar porque depende de la disponibilidad que tenga el mercado, que lo meten en una camisa de fuerza porque un día que el mercado está seco, entonces, el Banco como dijo que iba a comprar la cantidad, entonces tiene que comprar esa cantidad o un día en el que el Banco por alguna razón tuviese que vender entonces como dijo que iba a vender, entonces ahí hay que tener cuidado.

Información que no tenemos nosotros del sector privado. El sector privado no sabemos cuál va a ser la demanda y esas son discusiones que ya en su momento se han hecho en esta Junta desde el año 2006, sobre la asimetría de información y en un mercado poco profundo, que sí lo reconoce el

Fondo Monetario. Entonces, que hay que tener mucho cuidado de cómo se funciona en él. Doña Silvia, por favor.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Nada más para manifestar que estoy de acuerdo con lo expresado por Max y por usted, Róger, con respecto a la... el Banco Central tiene una política cambiaria que está establecida, pero no es una política cambiaria *ad libitum*, no es que nosotros o que el Banco o que la Administración decide arbitrariamente, cómo se interviene en el mercado cambiario. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Si no hay más del tema, entonces, doña Marta.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Yo sí quiero hacer otra observación.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante, don Jorge.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Es que, sí. Silvia dice que el Banco Central tiene una política cambiaria. El Banco Central ha dicho que no tiene una política cambiaria, que el tipo de cambio lo fija el mercado, pero en la realidad, sí hay una política cambiaria, es a la baja, Róger. Nadie ha dicho que el Banco va a intervenir al alza para llevar el tipo de cambio a lo que quiera.

La política implícita del Banco Central es que, es evitar que caiga por debajo de lo que pueda considerar implícitamente qué es apropiado. ¿Por qué es que el Banco Central en determinado momento compra reservas y lo ha hecho evitando que el que el tipo de cambio baje? Porque hay una política ahí, el problema que tengo yo es, no es que esté en desacuerdo con eso, es que, si el Banco Central tiene una política distinta, yo no sé cómo lo van a barajar ese tema.

Porque lo que dice la ley es que el tipo tiene que fijarlo al mercado, no lo fija el Banco Central. Esa es la diferencia entre este régimen actual que tenemos y otros regímenes cambiarios que podría haber. Pero que la situación está, que la situación es, me parece a mí opaca, sí lo es. Porque el Banco Central está interviniendo en el mercado cambiario.

Yo, por ejemplo, en alguna oportunidad dije que no, que el Banco Central no intervenía en el mercado cambiaron, salvo las cosas que le dice la ley, pero en la realidad sí hay una política, una política cambiaria en la que el Banco Central está evitando que el tipo cambio baje.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Jorge, siento discrepar nuevamente con usted. Es un asunto de revisar las actas, todas las actas a ver en qué momento esta Junta Directiva ha dado la instrucción.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

No, he dicho...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ

Permítame la idea porque si no, no nos podemos entender. Ha dicho, lo que le ha dicho a la Administración, es un régimen de flotación administrada, en el que prevalecen las fuerzas del

mercado y tenemos, por una serie de razones, una especie de seguro macroeconómico, que mejorar el blindaje financiero y hemos puesto de hecho un límite.

Tengo que revisar el acuerdo si fue entre 100 y 150, entre 125 y 150. Sé que sí lo hablamos en algún momento 125, 150, pero no sé si quedó explícitamente en el acuerdo. El punto es que no ha subido de 150 que es el límite. Nunca se dice, no hay instrucciones, no hay nada aquí en el Banco, que se le diga a la gente haga tal cosa en el mercado cambiario. Y es un asunto que si ustedes quieren me creen o no me creen.

Nunca en los más de 30 meses que tengo de estar aquí, nunca he levantado el teléfono en medio de una sesión cambiaria para decirle a los operadores hagan o deshagan. Eso se lo he dejado totalmente a la Comisión de Mercados, que es por la forma en que ellos se rigen, y me someto al escrutinio público que sea necesario para demostrar que no hay eso. Yo estaría contraviniendo la voluntad de ustedes.

Don Jorge, ningún país del mundo se queda sin reservas. De hecho, las calificadoras de riesgo, uno de los elementos que establecen, lo reconoce el Fondo, me lo tuvo que reconocer, Santiago hizo la investigación. Hizo la investigación y dijo sí, eso es correcto. Más bien un elemento de fortaleza macroeconómica de un país es su nivel de reservas que para nada es exagerado en Costa Rica. Vi a doña Silvia levantar la mano. Adelante, doña Silvia.

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

No, brevemente para decir que la política cambiaria, justamente, es que el mercado determina el tipo de cambio. Eso es lo que el Banco decidió que iba a hacer y tiene unas reglas de intervención que son, bueno, hemos tenido discusiones sobre eso. Existen las reglas de intervención, Max mencionó los elementos para la intervención que yo no me las sé así tan de memoria, pero existen reglas, existen fórmulas con esas reglas de intervención. Existe un comité que toma las decisiones de la intervención, no es esta Junta Directiva la que participa en esto.

Hay una obligación de hacer las compras del sector público no bancario. Entonces, es decir, la manera en que el Banco se relaciona con el mercado cambiario está determinado y regulado y el Banco sigue esas regulaciones al pie de la letra, muchas gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, doña Silvia. Doña Marta ¿usted quería decir algo sobre el mercado financiero?

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

Sí, bueno, nada más muy cortito de paso estoy de acuerdo con lo que se ha hablado del mercado cambiario, con lo que opinan la mayoría, del mercado cambiario, para no hacer más larga la discusión. Yo quería hacer una observación con respecto al recuadro número dos.

Primero decir que los recuadros me parecieron muy bien, muy interesantes ambos, pero que en el recuadro número dos, las conclusiones, cuando uno lo lee, las conclusiones que saca de eso es que efectivamente, la transmisión es mayor en los bancos privados que en los bancos estatales.

Y bueno y la segunda cosa es que efectivamente, hay algunas actividades que del todo, en el cual no se da esa transmisión. Básicamente, en aquellas actividades que tienen que ver con tarjetas de crédito. Yo me puse a pensar un poquito cuando vi los resultados entre bancos estatales y bancos

1 privados y es que, bueno el periodo que se considera, en ese periodo hay incrementos importantes
2 en la Tasa de Política Monetaria.

3
4 Por eso es que los bancos privados salen ahí como que son los que transmiten más rápidamente las
5 variaciones en la Tasa de Política Monetaria a las tasas activas. Ese ejercicio sería muy importante
6 realizarlo diferenciándolo; quiénes transmiten más rápidamente los aumentos y quiénes transmiten
7 más rápidamente las reducciones. Porque ahí hay comportamientos distintos, definitivamente que
8 hay comportamientos distintos, inclusive, los resultados tienen que ser muy diferentes. Porque sí,
9 resultaría interesante, incluso yo sé que no se va a poder hacer ahorita para este informe, pero en
10 una notita al pie, tal vez, se podría decir que es necesario ahondar un poquito en el estudio más
11 detallado, para ver tipo de elementos.

12
13 Lo mismo por algunas actividades y en el caso de consumo son las tarjetas de crédito donde
14 probablemente, la mayoría el peso lo tiene aquí la banca privada. Pero sí, tal vez, se puede hilar un
15 poquito más delgado y llegar a esas conclusiones y tener esas mediciones un poquito más precisas
16 que es lo que a mí me gustaría. Es mi observación con respecto a recuadro número dos.

17
18 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

19 Yo lo que propondría es lo siguiente; ya esa fineza como son con datos y demás de aquí al jueves
20 nos van a... a no ser que doña Evelyn me diga algo distinto. A mí me parece que no va a ser
21 posible. En realidad, el ejercicio es como una matriz, uno tiene tasas activas, tasas pasivas en las
22 columnas y en las filas incrementos y disminuciones.

23
24 Todavía lo puede partir más, banco público, banco privado. Eso puede ser el detalle que podemos
25 prometer para un próximo momento, no sé si con lo he hecho hasta el momento da para esa nota
26 de pie de página. Doña Evelyn, veo su mano levantada.

27
28 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

29 Sí, esa observación que nos hace doña Marta coincide con una que nos hizo usted en la primera
30 versión del informe de política y entonces, estamos tratando de hacer esos cálculos. Esperamos
31 que lo podamos incorporar ya para la versión que salga publicada. Pero sí, estamos haciendo el
32 mayor esfuerzo para que eso también esté listo.

33
34 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

35 Muy bien, damos de alguna forma acogida la recomendación de doña Marta.

36
37 **SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

38 Perdón ahí, nada más, bueno, yo lo vi por lo menos en el informe, no está aquí recogido en, pero
39 supongo que sí se mantiene en el informe que es la comparación con estimaciones previas de años
40 anteriores. Aunque no son exactamente igual, me imagino que, como decía Evelyn, ahorita esto es
41 para todo el sistema. Las anteriores no sé si eran exclusivas para los bancos, pero lo que se nota es
42 como un aumento, si mal no recuerdo, en la transmisión, en el efecto transmisión, que el número
43 ha ido aumentando conforme pasa al tiempo, lo cual puede estar relacionado con el mismo... con
44 toda la política monetaria y lo que pasa en el mercado cambiario. Porque aquí se habla de traspaso
45 en dólares y colones.

46
47 Entonces, nada más, para señalar que me pareció interesante este elemento y muy favorable claro
48 que lo limita a hallazgos como este último, en la parte de consumo, prácticamente no hay traspaso
49 del todo, más bien, un traspaso casi que negativo. Nada más ese comentario, gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, muchas gracias, don Max. Yo no sé si hay algo más, sino para ir concluyendo, yo pensaba que, hay una mano levantada, por favor revisen si alguien tiene manos levantadas, si es que quiere hablar, ¿nadie más? Sino para ir concluyendo. Alonso, por favor.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Sí señor, en realidad esta era la última diapositiva y con esto, dada la discusión que se dio sobre el recuadro 2 y todos los comentarios que estamos tratando de incorporar, con esto terminamos esta presentación de la segunda discusión del Informe de Política Monetaria y les agradecemos mucho su tiempo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

He notado algunos compañeros de las divisiones anotando, haciendo anotaciones, de las intervenciones de los distintos compañeros de Junta para incorporarlo, entonces yo lo que sometería, si están de acuerdo, es aprobar el Informe de Política Monetaria que sería publicado el jueves 30 de enero, en horas de la noche, y claro está que haríamos todos los esfuerzos necesarios para incluir las observaciones que hemos hablado en este momento, hay algunas muy claras, inclusive, de las sugerencias en la misma discusión, pero...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, Róger, es que no presentaron nada del mercado laboral ahora en la presentación. Yo tenía ahí una sugerencia, que era relacionada con lo que me parece que puede interpretarse como una contradicción, pero que tiene que haber alguna explicación para ello, y eso es lo que me parece que tal vez valga la pena incluirse, si es una observación que he hecho, también en otras oportunidades, y es la aparente contradicción entre la demanda de mano de obra no calificada y con calificación media, medida o aproximada por la ocupación, los cambios en el nivel de ocupación de esas calificaciones bajas y medias, con lo que ocurre en los ingresos reales de esas mismas calificaciones.

La contradicción pareciera que es, por lo menos a mí me parece, siendo las categorías de calificación que más aumentan el ingreso real, son las que menos aumentan en la ocupación, y que las que más aumentan en la ocupación, son el número de empleados ocupados en la calificación alta, esa es la que más aumenta, un 15% ya por encima del nivel prepandémico. Mientras que las otras todavía están, incluso, por debajo del nivel de ocupación que tenían el prepandémico. Sin embargo, esas últimas son las que más aumentan su ingreso, entonces uno dice: bueno, ¿qué es lo que está explicando eso? Y me refiero al sector privado.

Porque antes había un elemento que distorsionaba que era que los empleos calificados del sector público tienen una restricción y no han aumentado, más bien, están como 15% por debajo del nivel prepandémico, pero sacando, limpiando los datos del sector público y dejando, exclusivamente los del privado, aún se mantiene ese fenómeno. Entonces, si también, por otro lado, un dato relacionado es que la informalidad ha aumentado mucho menos que la formalidad, uno pensaría que no es un problema de oferta, de que hay pocos empleados no calificados de calificación media y que se están demandando más y eso ha llevado a que aumenten los salarios de esas categorías.

Eso me parece que no es la explicación, porque hay una reserva grande, más bien, de gente que antes estaba en la informalidad y que ahora no lo está o se ha mantenido fuera, puede que forme

parte de esas 120.000 personas que se han quedado fuera del mercado laboral. Entonces, lo que me parece es que debe haber, por lo menos, una explicación. Porque ahí, nada más se dice siempre, bueno, todo esto es congruente con la evolución de la economía, pero para mí no es del todo congruente esos cambios en particular, esas tendencias y que merecen alguna explicación si la hay, si no, pues tal vez hay que explorarlo. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Yo no sé si estábamos en capacidad de hacer esa elaboración, vamos a verlo despacio. Lo primero, don Max, que uno diría que tal vez hay una relativa escasez de esos trabajos, y eso sí es, hay algo que es escaso, eso es lo que su precio más aumenta, en ese sentido, esas cifras son... tienen relación lógica entre ellas, lo más escaso es lo que más aumenta de precio, es escasez relativa.

Hay una hipótesis que usted hace, pero ahí donde ya, el concepto ese marxista, del ejército de reserva, hay una enorme reserva, pero no estoy seguro de que exista esa reserva porque si la gente está disponible a emplearse, tal vez, es que el incremento en los salarios no ha sido lo suficiente para atraer a las personas que, eventualmente, podrían incorporarse al mercado laboral. Veo a Alonso con la mano levantada.

SR. ALONSO ALFARO UREÑA:

Muy brevemente, vamos a tratar de incorporar esa explicación, pero un elemento que quería recordar es que, si bien se incrementa la formalidad, eso no iría en la dirección de decir, bueno, hay una reserva para pasarse a la formalidad. El ingreso, ese crecimiento real de los ingresos incluye formalidad e informalidad, entonces, está incrementándose la informalidad, pero simultáneamente también por esa falta de disponibilidad para entrar a trabajar aumentan los ingresos de esas personas por esa falta de disponibilidad. Entonces, tal vez ese era el único comentario que quería hacer, pero vamos a tratar de ampliar el análisis para poner una explicación congruente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Hagamos una cosa para no dejarlo en incierto, redactemos eso y lo pasamos a los miembros de la Junta y si hay consenso, lo incluimos, si no hay consenso, entonces no se incluye. El consenso no quiere decir unanimidad, una mayoría a ver si están satisfechos con la explicación, la explicación tiene que ir apoyada en datos. ¿Les parece eso? Lo pasamos y lo circulamos entre nosotros.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

De acuerdo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Entonces, con esas observaciones, ¿quiénes estarían de acuerdo en este momento en aprobar el Informe de Política Monetaria? Don Jorge...

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

No, yo quiero una pregunta antes de la votación, una pregunta legal.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Adelante.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Sí, yo lo que quiero consultar con Iván concretamente es, porque como es tan rigurosa la parte de la votación, uno está de acuerdo, lo toma, lo deja, o no está de acuerdo, y tiene que decir las razones. El punto mío es este, yo estoy de acuerdo en la gran mayoría del informe y lo considero bastante bueno, pero tengo reservas en los puntos que ya he mencionado. La pregunta en concreto es esto: ¿puede uno votar a favor con reservas o no?

SR. IVÁN VILLALOBOS VALERÍN:

Buenas, tal vez, lo importante es ¿qué están votando? Están votando aprobar un informe, eso es lo que entiendo. Ese informe, como dice don Jorge, hay partes del informe que él está de acuerdo, y hay otras que tiene esas reservas, yo lo diría tal cual. Porque esto no es una votación de aprobación, de dictar un acto administrativo, es mostrar el acuerdo de la Junta Directiva en relación con un informe que la Administración ha presentado.

Entonces, don Jorge, yo creo que usted debería votar de esa forma, es decir, ‘voto de acuerdo’ o al revés. Porque creo que es lo más fácil decir dónde está el desacuerdo, voto el informe de acuerdo o a favor, excepto en lo siguiente y ahí usted dice sus razones por las cuales usted se aparta de esos puntos o cuál es su posición.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Yo quisiera votar a favor, pero con ciertas reservas, eso es lo que... esa sería mi posición, porque no es que estoy en desacuerdo con todo el informe, claro que no.

SR. IVÁN VILLALOBOS VALERÍN:

Y por el tipo de acto, por el tipo... que es un documento sobre el que van a votar, el contenido de un documento, yo creo que es totalmente válido, no es un acto administrativo de aprobación de otro tipo de acciones que les corresponde a ustedes hacer. Por ejemplo, cuando votan por un nombramiento de alguien, sino que aquí es eso, es un documento largo, complejo y es totalmente válido que usted vote ya como guste, puede votarlo a favor, con las reservas que usted quiere indicar, o en contra en cuanto a las partes que usted indique.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Iván, a mí me parece que esta deliberación y este intercambio, vea todas las horas que hemos gastado entre el jueves y hoy en esto y todavía nos queda trabajo por hacer, es precisamente para que quede la visión de los miembros de la Junta, no tiene por qué ser unánime. En más de un acuerdo, inclusive hasta en acuerdos de la Tasa de Política Monetaria, he dicho ‘yo voy a apoyar la decisión, porque me parece que tal y tal cosa está bien, a mí me hubiera gustado ver tal cosa, o me gustaría que se analice tal cosa’, queda la opinión del miembro de Junta.

A mí me parece que una salida que podría tener don Jorge, si está de acuerdo en aprobar el informe, establece en qué le parecen fortalezas del informe, sin embargo, que no coincide totalmente en ‘A, B y C’. Y entonces, no coincide con el contenido del informe de esas partes, pero en el informe global coincide y ahí, para que quede explícita su opinión, que además es un insumo para las siguientes versiones de estos informes.

SR. IVÁN VILLALOBOS VALERÍN:

Es lo que está proponiendo don Jorge, es votar a favor con reservas, ese es lo mismo, está a favor y dice las razones por las cuáles son las reservas.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

No entendía la palabra reserva, pero está bien, perfecto. Don Juan Andrés, adelante.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Una preguntita rápida, ¿dentro del informe va a quedar la descomposición... la composición de las contribuciones al crecimiento y lo de las zonas francas y definitivas?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Entendí que la descomposición del crecimiento sí, porque es un cuadro ya elaborado, a ver 'C+I+G-(X-M)', eso va, eso entendí que sí, y la otra información que Henry mostró que sí la tenía, ¿no sé si la pusieron en alguna parte, Henry?

SR. HENRY VARGAS CAMPOS:

De momento no, pero sí la publicamos, entonces, no sé si mediante una nota podemos agregar que ese detalle está también disponible en la página o si prefieren que se haga, explícitamente, en el cuerpo del documento, la referencia.

SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:

¿No se puede incluir el cuadrito en el documento?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Lo que pasa es que hay que hacerle comentario, ver coherencia y demás, entonces nos mete tiempo.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Está bien, no hay problema, yo lo que haría sería votar, a favor, pidiendo que para el próximo informe se incluya esa tabla en el informe.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien. Entonces, vamos a ver ¿quiénes están de acuerdo con el informe? Por favor, levantemos la mano. Doña Marta, don Max, doña Silvia, don Juan y mi persona. Parece que cinco personas estamos de acuerdo.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

No, no.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

¿Perdón?

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Yo quiero razonar mi voto.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto, adelante.

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

Me parece que es legal. Yo estoy de acuerdo en aprobar el informe, pero tengo varias reservas, que son importantes. La posición mía es esta: yo concuerdo con la gran mayoría del informe y el análisis, creo que está bastante completo y muy bueno. Dentro de las reservas es que yo creo que no hay un mensaje claro de la política monetaria para el mercado. ¿Por qué no es claro? Porque no

incluye las limitaciones que le impone al Banco Central el mercado externo, en particular, las decisiones de la FED.

El otro elemento que me parece a mí que debe discutirse más, por lo menos en un futuro, es que la tasa real neutral no debe ser calculada ni limitada a los aspectos de la economía interna. Tiene que tomar en consideración, en determinadas circunstancias, los aspectos externos, lo que está pasando en el mundo exterior. Otro elemento que me parece importante es que el Banco Central no es responsable de la menor transmisión a las tasas activas. Hay elementos estructurales que no están mencionados en el informe, pero que inciden en la poca o la menor transmisión a las tasas activas y el Banco Central debería llamar la atención sobre esos temas.

El otro punto que quiero incorporar es que no incorporan las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional sobre la participación del Banco Central en el mercado de divisas. El Fondo tiene una visión que es parecida a la que he adquirido yo últimamente, y es que hay en el fondo una participación importante del Banco Central en el mercado cambiario. El Banco Central es uno de los participantes importantes en el mercado cambiario, pero el hecho de que lo haga de una manera que podríamos llamar, que todavía no encuentro la palabra adecuada, y es que ni siquiera la Junta Directiva determina cuándo y cómo y en qué monto debe intervenir el Banco Central, es la Administración, según entendí.

Y, entonces, a mí me parece que, a futuro, sobre todo cuando se llegue a tener un monto de divisas equivalente a 150 del ARA, ahí me parece que el Banco Central va a tener que hacer un análisis, una discusión más profunda de cómo se debe regular la participación del Banco Central en el mercado cambiario, si es que se quiere regular. Y una vez que el Banco Central tenga todas las divisas que necesita, qué es lo que va a hacer, y ahí es donde yo creo que en el futuro tenemos que discutir bien eso. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias, don Jorge. Don Juan Andrés, veo su mano levantada.

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Sí, nada más para hacer el comentario. Yo estoy a favor del informe, me parece muy bien. Sí me gustaría que para los próximos informes se incluyera las contribuciones del crecimiento por régimen definitivo y por el régimen especial. Y también, como había comentado en algunas de las reuniones previas, me parece que es importante incluir las estimaciones del empleo en cada una de esas zonas. Me parece que es relevante para la producción, para el empleo y también para las decisiones que tomamos respecto a la Tasa de Política Monetaria. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muchas gracias. Entonces, por la formalidad, don Iván, ¿este acuerdo, es un acuerdo tomado por unanimidad o no?

SR. IVÁN VILLALOBOS VALERÍN:

Sí.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí. Entonces, los que estemos de acuerdo con darle firmeza a la decisión que acabamos de tomar, por favor, levantemos la mano. Doña Marta, don Max, don Jorge, doña Silvia, don Juan y mi persona. Entonces ahora sí, aprobado en firme por unanimidad de los seis miembros de la Junta

Directiva. Muchas gracias a los compañeros, pueden quedarse, no hace falta que se vayan, porque la discusión que viene es una discusión que, de alguna forma, no, de alguna forma no, es una discusión que definitivamente atañe a todo el Banco”.

Ampliamente analizado el tema, la Junta Directiva, con base en la documentación, en la presentación realizada por la Administración del Banco en esta oportunidad, así como en los comentarios y observaciones realizadas sobre el particular,

dispuso por unanimidad y en firme:

aprobar, ajustándolo con base en los comentarios y observaciones realizadas en esta oportunidad, el Informe de Política Monetaria a enero de 2025, cuyo texto se inserta más adelante, de conformidad con lo establecido en el literal b, artículo 14, de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*, Ley 7558:

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA -ENERO 2025-

“El Banco Central de Costa Rica, constituido en la forma dicha, será una institución autónoma de derecho público”.

Artículo 2, Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica.

“El Banco Central de Costa Rica es una institución autónoma de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propios, que forma parte del Sistema Bancario Nacional”.

Artículo 1, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. N°7558.

EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCCR

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

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

Dicho marco se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del banco central de alcanzar un objetivo cuantitativo (por lo general con un rango de tolerancia alrededor de la meta) para la inflación en un determinado horizonte de tiempo, y se acompaña del reconocimiento de que su principal objetivo es mantener la inflación baja y estable. Además, manifiesta la

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

importancia de la rendición de cuentas y la explicación de las motivaciones en la toma de decisiones de la autoridad monetaria, para el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

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

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, dado que las medidas de política monetaria requieren tiempo para transmitirse hacia otras variables económicas y tener el efecto esperado sobre la inflación, éstas se fundamentan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para indicar el tono de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM), la cual se revisa de conformidad con un calendario aprobado por la Junta Directiva, que se hace de conocimiento público con antelación². Así, la TPM y la política monetaria en general se ajustarán de forma tal que la inflación proyectada se oriente a la meta de 3%.

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

PRESENTACIÓN

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR), presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a enero del 2025. Este documento hace explícito el análisis del BCCR sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política aplicadas y la orientación de las que ejecutaría para cumplir con los objetivos establecidos en su Ley Orgánica.

En el 2024, la inflación global mantuvo la tendencia a la baja; sin embargo, en el cuarto trimestre hubo leves aumentos en algunos países, debido al incremento en los precios de los servicios y a eventos climáticos adversos. Además, la producción mundial creció a un ritmo moderado, con diferencias entre las principales economías. Ante esta realidad, los bancos centrales mostraron cautela en sus decisiones de política monetaria.

En el ámbito local, los principales indicadores macroeconómicos presentaron un desempeño que en el 2024 se puede caracterizar por un relativo alto crecimiento económico, baja inflación, tendencia a mejorar de los indicadores laborales, fortalecimiento de las cuentas externas y la continuación de los esfuerzos por ubicar las finanzas públicas en la senda de la sostenibilidad.

La inflación general mostró un comportamiento al alza, aunque registró valores negativos interanuales, en buena parte del año, en tanto que la inflación subyacente presentó tasas positivas, pero bajas. Particularmente, al término del año, la inflación general se ubicó en 0,8% y la inflación

² A partir de marzo del 2024, el BCCR realiza una conferencia de prensa luego de cada decisión de política monetaria, cuyo objetivo es comunicar su decisión y las razones que la fundamentaron.

subyacente en 0,9%, ambos por debajo del límite inferior del rango que contiene la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.). Prospectivamente, el Banco Central estima que la probabilidad de que la inflación interanual retorne a valores negativos es baja.

La actividad económica mantuvo una tasa de crecimiento superior al 4,0% en el año, impulsada principalmente por la demanda interna, en particular del consumo privado y la inversión. Su crecimiento se estima en 4,3% para el año, superior en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a lo previsto en el informe de octubre pasado y también mayor al promedio histórico registrado en el periodo 2010-2019 (3,8%), previo a la pandemia, y al crecimiento de la producción de los principales socios comerciales del país en el 2023 y el 2024 (estimado en 2,8% y 2,5%, respectivamente).

En forma coherente con el comportamiento de la actividad económica, los indicadores del mercado laboral mostraron una mejora en el 2024. La tasa de desempleo disminuyó a lo largo del año, si bien con altibajos, y se estabilizó en el trimestre finalizado en noviembre en 7,3%, esto acompañado de una mayor ocupación y participación de la fuerza de trabajo.

Con estos resultados, en la segunda mitad del año el empleo alcanzó el nivel observado a principios del 2020, previo a la pandemia, lo cual permite inferir que ha habido un incremento significativo en la productividad del trabajo. Es de esperar que esa mejora en la productividad incida favorablemente en la capacidad de crecimiento de la economía en el largo plazo y en el ingreso de los trabajadores.

El Gobierno Central generó superávits primarios en el año, lo cual apoya los esfuerzos por lograr la consolidación fiscal a mediano plazo y contribuyó a que la razón de su deuda con respecto al PIB se ubicara por debajo del 60% al término del 2024, según estimaciones del Ministerio de Hacienda.

Las operaciones del país con el resto del mundo generaron un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos equivalente a 1,4% del PIB. El país recibió financiamiento externo neto por un monto equivalente a 2,3% del PIB, suficiente para financiar ese déficit y acumular activos de reserva.

Por último, el crédito al sector privado creció acorde con la evolución de la actividad económica y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en los próximos 24 meses.

Dado el comportamiento de la inflación, así como el análisis de la trayectoria de los pronósticos de inflación, de sus determinantes macroeconómicos y de los riesgos que condicionarían su proyección, entre enero del 2024 e igual mes del presente año, la Junta Directiva del BCCR redujo el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por un acumulado de 200 p.b., que se unen a los 300 p.b. aplicados en el 2023. Estas decisiones permitieron ubicar a la TPM en la zona estimada de neutralidad de la política monetaria.

En este informe, se proyecta un crecimiento promedio de la producción en el bienio 2025-2026 de 4,0%, tasa que, si bien significa una desaceleración con respecto al 2024, es relativamente alta en comparación con el promedio del crecimiento estimado para los socios comerciales (2,4% en el 2025). Al igual que en el 2024, la producción nacional sería impulsada principalmente por la demanda interna.

El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría, en promedio, en torno a 1,5% del PIB, durante ese bienio. Al igual que en años previos, esta brecha sería más que cubierta con ahorro externo de largo plazo, particularmente con inversión directa.

El BCCR prevé que tanto la inflación general como la subyacente retornen en el tercer trimestre del 2025 al rango de tolerancia alrededor de la meta. Sin embargo, la valoración de riesgos sobre la trayectoria de esta variable en el horizonte de la programación está inclinada a la baja.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, el BCCR mantendrá una política monetaria prudente, basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes, así como de los riesgos, cuya materialización podrían desviar a la inflación de su trayectoria central.

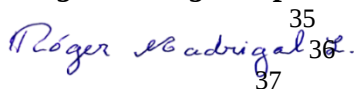
En el mercado de divisas, participará para atender los requerimientos del sector público no bancario, lo mismo que para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y, en la medida de lo posible, fortalecer aún más el blindaje financiero del país, de acuerdo con los criterios y parámetros establecidos por su Junta Directiva.

También, continuará con sus esfuerzos por mejorar la comunicación con el público en general y los mercados en particular, por medio, entre otros, de documentos como el que se presenta en esta ocasión.

Por último, en este año en que el BCCR celebra el 75 aniversario de su nacimiento a la vida jurídica, se invita a la ciudadanía a reflexionar sobre la importancia de que esta entidad goce de autonomía plena, garantizada constitucionalmente, tal como está planteado en el proyecto de ley 24.480 (*Adición de un Párrafo Final al Artículo 188 de la Constitución Política para Otorgar Autonomía Administrativa y de Gobierno al Banco Central de Costa Rica*), sometido a consideración de la Asamblea Legislativa.

En este sentido, es oportuno recordar las palabras del señor Juan Trejos Quirós, diputado de la Asamblea Constituyente de 1949, quien, en referencia a la futura existencia de un banco central, en ese momento resaltó la necesidad de "**el buen funcionamiento de ese organismo, pues, constituye la principal garantía económica que necesita el pueblo**"³.

Róger Madrigal López

 35
37

RESUMEN

Coyuntura económica

En el entorno internacional, durante el 2024 la inflación mantuvo la tendencia a la baja, debido a la reducción de los precios de las materias primas y a la política monetaria restrictiva. No obstante,

en el último trimestre hubo leves aumentos en algunos países, asociados al incremento en los precios de los servicios y a eventos climáticos adversos.

En línea con lo anterior, los bancos centrales de la mayoría de las economías continuaron con el proceso de flexibilización de la política monetaria, aunque algunas pausaron el proceso y otras incluso lo reversaron debido a los repuntes en la inflación.

Bajo estas condiciones, la actividad económica de las principales economías creció a un ritmo moderado en el 2024. Particularmente, en el tercer trimestre del año el crecimiento económico en Estados Unidos fue de 2,7% y en la zona del euro mostró una mejora, pero continuó relativamente bajo (0,9%). Por su parte, en China la actividad económica se aceleró en el cuarto trimestre (5,4%), impulsada por las medidas de estímulo aplicadas a finales de setiembre para mejorar la confianza de los consumidores e inversores. Con base en lo anterior, el Fondo Monetario Internacional estimó que la economía mundial habría crecido 3,2% en el 2024 (3,3% en el 2023).

En Costa Rica, en el cuarto trimestre del 2024 la inflación general interanual fue de 0,0% en promedio, similar a la del trimestre previo, en tanto que la inflación subyacente se mantuvo en valores positivos, aunque bajos.

El retorno de la inflación general a valores en torno a 0,0%, luego de permanecer por varios meses con tasas negativas, se debió, mayormente, al menor ritmo de disminución de los precios externos, al incremento en los costos del transporte marítimo y a los efectos de la postura menos restrictiva de la política monetaria. Destaca de forma particular los efectos en la inflación de servicios.

Al término del año, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, se ubicó en 0,8% y la inflación subyacente en 0,9%. Estos niveles continúan por debajo del límite inferior del rango alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.).

La actividad económica mantuvo un buen desempeño en el cuarto trimestre, con una variación interanual de 4,3%, impulsada por la demanda interna. Con este resultado, se estima que en el 2024 el PIB habría crecido 4,3%, tasa superior en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a lo previsto en el informe de octubre pasado.

Ligado a la evolución de la actividad económica, la tasa de desempleo permaneció relativamente estable en los últimos meses del 2024 (7,3% en el trimestre finalizado en noviembre), en el que simultáneamente se observa una tendencia creciente en la ocupación y participación en el mercado laboral. Asimismo, el ingreso real moderó su ritmo de crecimiento y mostró heterogeneidad tanto por el tipo de empleador (sector público y privado) como por el nivel de calificación de los trabajadores.

En lo que respecta a las finanzas públicas, la generación de superávits primarios a lo largo del contribuyó a que la razón de deuda del Gobierno Central a PIB se ubicara por debajo del 60% al término del 2024, según estimaciones del Ministerio de Hacienda. Este desempeño apoya la senda hacia la consolidación fiscal a mediano plazo.

En las operaciones del país con el resto del mundo, en el cuarto trimestre del 2024 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 0,5% del PIB, con lo cual para el año se ubicó en 1,4% del PIB, inferior en 0,3 p.p. a lo previsto en el informe de octubre. En el año el país recibió financiamiento externo neto por un monto equivalente a 2,3% del PIB, suficiente para

1 financiar el déficit de la cuenta corriente e incrementar los activos de reserva en el equivalente a
2 1,0% del PIB. Destacó la continuidad de los flujos de inversión directa (5,4% del PIB),
3 canalizados principalmente los regímenes especiales de comercio exterior.

4
5 Por último, el crédito al sector privado creció acorde con la evolución de la actividad económica y
6 se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones
7 inflacionarias en los próximos 24 meses.

8 **Acciones de política del BCCR**

9
10
11 En el 2024 la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM en cinco ocasiones, por un acumulado de
12 200 puntos base (p.b.), como parte del proceso, gradual y ordenado, de flexibilización de su
13 política monetaria, iniciado el 15 de marzo del 2023. Entre esta última fecha y octubre del 2024, la
14 disminución acumulada de la TPM fue de 500 p.b., para ubicarla en 4,0% anual.

15
16 Específicamente, en la reunión del 19 de diciembre del 2024, la Junta Directiva, entre otras
17 razones, consideró que, dada la incertidumbre en torno a la evolución de la inflación y sus
18 determinantes macroeconómicos, era prudente hacer una pausa en el proceso de reducción de la
19 TPM. Luego, el 23 de enero de 2025, manifestó que, debido a los rezagos en la transmisión de la
20 política monetaria, era conveniente mantener el nivel de la TPM; esto con el fin de dar espacio
21 para que las tasas de interés activas de algunas actividades terminen de incorporar las reducciones
22 recientes en ese indicador.

23
24 Con las reducciones aplicadas a la TPM y dado el comportamiento de las expectativas
25 inflacionarias, el Banco estima que este indicador se encuentra contenido en la zona de neutralidad
26 de la política monetaria.

27
28 Las acciones de política monetaria consideran también las condiciones de liquidez de corto plazo.
29 En el 2024 el sistema financiero nacional mantuvo una condición amplia de liquidez que, si bien
30 continuó en enero del presente año, ha disminuido. Esto debido, en buena medida, a la cancelación
31 de una parte significativa del crédito especial concedido por el BCCR a los intermediarios
32 financieros para atender los efectos económicos adversos de la pandemia por el COVID-19.

33
34 Aunado a lo anterior, el comportamiento de la liquidez en el periodo en comentario fue explicado,
35 mayormente, por el efecto monetario resultante de la compra neta de divisas del BCCR en el
36 mercado cambiario, compras que se han dado en una situación de abundancia relativa de divisas.

37
38 La participación del BCCR como demandante neto en el Mercado de Monedas Extranjeras
39 (Monex) permitió atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB) y aumentar
40 en USD 952 millones el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) del BCCR en el 2024,
41 hasta ubicarlo en USD 14.171 millones. Este saldo equivale a 14,9% del PIB y a 147% del nivel
42 mínimo adecuado definido por la Junta Directiva.

43
44 Pese a la activa participación del BCCR en el mercado cambiario, sus condiciones superavitarias
45 propiciaron una apreciación nominal del colón de 2,4% en el 2024.

46 **Proyecciones y acciones futuras de política monetaria**

Los organismos financieros internacionales estiman que la economía mundial crecerá a tasas modestas y similares a las del 2024. Particularmente el Fondo Monetario Internacional considera que en el bienio 2025-2026, la economía mundial crecería 3,3%, superior en 0,1 p.p. al previsto para el 2024 y el 2025 en el IPM de octubre del 2024. Lo anterior en un contexto de inflación decreciente y de flexibilización monetaria gradual.

La economía nacional crecerá en promedio 4,0% durante el bienio 2025-2026, tasa que, si bien significa una desaceleración con respecto al 2024, es relativamente alta en comparación con el promedio del crecimiento estimado para los socios comerciales (2,4% en el 2025). La producción nacional sería impulsada principalmente por la demanda interna.

Se estima que tanto la inflación general como la subyacente retornarán en el tercer trimestre del 2025 al rango de tolerancia alrededor de la meta. Estas proyecciones incorporan una postura de política monetaria cuyo objetivo es que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

En lo que respecta al déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, en el bienio se ubicaría en promedio en torno a 1,5% del PIB, similar al del año anterior. Al igual que en años previos, esta brecha de la cuenta corriente sería más que cubierta con ahorro externo de largo plazo, particularmente con inversión directa y permitiría que la razón de activos de reserva a PIB alcance un nivel promedio de 14,9% y el indicador de reservas un valor medio cercano a 150,0%.

Información preliminar proporcionada por el Ministerio de Hacienda indica que en el bienio en comentario se generarían superávits primarios coherentes con el proceso de consolidación fiscal. Los resultados primario y financiero, como proporción del PIB, se ubicarían en 1,5% y -3,1% en el 2025, en ese orden, y en 1,7% y -2,7% en el 2026 (1,3% y -3,5% en el 2024). Con ello, la razón de deuda de Gobierno Central a PIB continuaría por debajo de 60% (59,8% estimado por el Ministerio de Hacienda para el 2024).

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas presentada en este ejercicio incorpora la información disponible a enero del 2025, pero está sujeta a riesgos al alza o la baja que, de materializarse, podrían desviar la inflación del escenario macroeconómico incorporado en este informe.

De los riesgos a la baja destaca la permanencia de tasas de interés internacionales elevadas por más tiempo. Esta situación podría reducir el crecimiento de los principales socios comerciales del país, por tanto, afectar negativamente la demanda externa del país, con el consecuente impacto a la baja en el crecimiento económico local y la inflación.

De los riesgos al alza sobresalen las posibles restricciones comerciales ante las tensiones entre los países del G7 y China, así como un escalamiento de los conflictos geopolíticos actuales. Esto generaría disrupciones adicionales en las cadenas de suministro y aumentaría la volatilidad de los precios de las materias primas, lo que presionaría al alza los costos de producción. Adicionalmente, condiciones climáticas extremas podrían no solo propiciar choques de oferta, sino también generar mayores costos en las cadenas de suministro y, con ello, ampliar las presiones inflacionarias.

En este contexto, la Junta Directiva del BCCR reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, condición que favorece la estabilidad macroeconómica e incide positivamente en el

crecimiento económico, en la generación de empleo y en el bienestar de la población. Por ello mantiene la meta de inflación en $3\% \pm 1$ p.p.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la identificación, en cada momento, de riesgos cuya materialización puedan desviar a la inflación de su trayectoria central.

Con base en este análisis hará los ajustes requeridos en la TPM para que, en el horizonte de la programación macroeconómica, la inflación retorne a valores cercanos a dicha meta. También con este propósito, gestionará la liquidez del sistema financiero para reducir los excesos monetarios y evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

En materia cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el BCCR participará en el mercado cambiario con el fin de atender los requerimientos propios y del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. En la medida que las condiciones del mercado cambiario lo permitan, procurará fortalecer aún más el blindaje financiero del país, de acuerdo con los parámetros y lineamientos definidos por su Junta Directiva.

Por último, la mejora en la comunicación con el público continuará como prioridad, en procura de facilitar un mejor entendimiento de la coyuntura macroeconómica y de los elementos que sustentan las decisiones del BCCR en materia monetaria, cambiaria y de temas relativos a la estabilidad y eficiencia del sistema financiero.

“Si el sistema bancario se pone en manos de una institución autónoma, responsable, integrada por personas capacitadas y honestas, al margen completamente de los vaivenes de la política, al cabo de algunos años el sistema bancario nacional será tan fuerte y respetable, como lo es hoy el Banco de Seguros”.

[Rodrigo Facio, Acta 130, p.85 del Tomo III de las Actas de la Asamblea Nacional Constituyente.](#)

CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA

Seguidamente se presentan los principales hechos de la coyuntura macroeconómica externa y nacional que determinan el marco en el cual el Banco Central de Costa Rica aplica su política monetaria.

En el entorno externo, la inflación mundial siguió a la baja, aunque en algunos países hubo leves aumentos durante el último trimestre del año, impulsados por los elevados precios de los servicios y por eventos climáticos adversos. Ello llevó a que las decisiones de flexibilización de la política monetaria, tanto en economías avanzadas como emergentes, denotaran prudencia.

La actividad económica de los principales países creció a un ritmo moderado durante ese mismo período; sin embargo, más recientemente, la posible implementación de políticas comerciales proteccionistas aumentó la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial, el proceso de desinflación y la relajación de la política monetaria.

En Costa Rica, la inflación general interanual fue de 0,8% al término del 2024 y de 0,0% en el cuarto trimestre del año (0,1% en el trimestre previo), en tanto que la inflación subyacente se mantuvo en valores positivos, aunque inferiores al 1,0%. Ambos indicadores continuaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación.

La producción nacional mostró una aceleración en el cuarto del trimestre del 2024, con lo cual se estima que en el año el PIB habría crecido 4,3%, superior en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado.

El mercado laboral presentó un comportamiento consecuente con los resultados de la actividad económica, que se manifestó, entre otros, en una tasa de desempleo inferior al promedio histórico y tasas de ocupación y participación al alza.

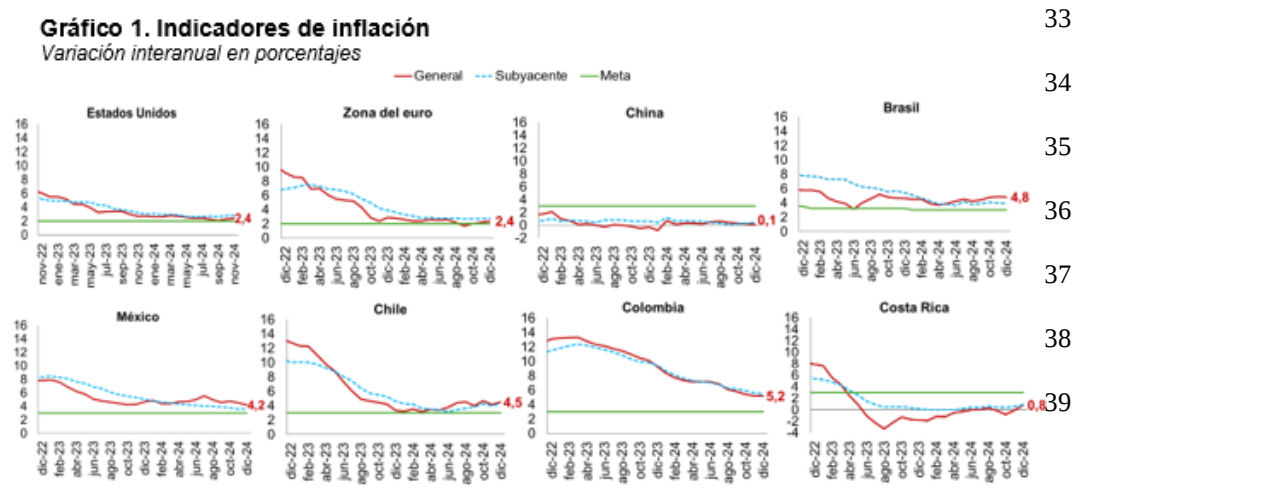
En el cuarto trimestre del 2024, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 0,5% del PIB y ubicó la brecha anual en 1,4%, inferior en 0,3 p.p. del PIB con respecto a lo estimado.

El BCCR considera que el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios en el 2024 no generó presiones inflacionarias que excedan la meta de inflación en los próximos 24 meses.

1.1 Economía internacional

En el 2024, la inflación⁴ mundial continuó a la baja y reflejó en parte la caída de los precios de las materias primas y los efectos rezagados de la política monetaria restrictiva. Sin embargo, hacia finales del año el proceso desinflacionario perdió fuerza en algunos países y en otros incluso se revirtió (Gráfico 1).

En Estados Unidos⁵, en noviembre la inflación general⁶ repuntó por segundo mes consecutivo, hasta ubicarse en 2,4% (2,3% en octubre), aunque la inflación subyacente se mantuvo en 2,8%. Este comportamiento estuvo impulsado por la rigidez a la baja en los precios de los servicios, los cuales han registrado tasas de variación altas en los últimos meses.



⁴ Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Bloomberg al 29 de enero del 2025.
⁵ En diciembre, de acuerdo con el índice de precios al consumidor de Estados Unidos, la inflación general aumentó a 2,9% (2,7% en noviembre), mientras que la subyacente bajó a 3,2% (3,3% en el mes previo).
⁶ Medida por el Índice de precios del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés).

En la zona del euro la inflación general aumentó en diciembre, por tercer mes consecutivo, hasta 2,4% (2,2% en noviembre), el valor más elevado desde julio pasado (2,6%), pero el indicador subyacente (2,7%) no varió. Al igual que en Estados Unidos, el repunte de la inflación en la zona del euro fue consecuencia, principalmente, de los precios de los servicios, los cuales registraron en el mes en comentario una variación interanual de 4,0% y explicaron el 74% de la inflación interanual.

En las economías emergentes y en desarrollo, el comportamiento de la inflación fue diferenciado. Por ejemplo, en China los precios del consumidor se mantuvieron en niveles bajos y estables durante el 2024 y, en diciembre, la inflación general se ubicó en 0,1% (0,2% en noviembre), mientras que la subyacente fue de 0,4% (0,3% el mes anterior).

En algunos países latinoamericanos, la inflación general mostró incrementos a lo largo del año explicados, en algunos casos, por eventos climáticos adversos (inundaciones y sequías), que presionaron al alza los precios de los alimentos, mientras que en otros incidieron factores como aumentos en los precios de la energía⁷ y en los servicios (vivienda y otros). Particularmente, en diciembre la inflación general desaceleró en Brasil y México⁸, pero creció en Chile (a 4,5% desde 4,2% en el mes previo) y se mantuvo en Colombia.

El precio del petróleo mostró una tendencia a la baja desde principios del segundo trimestre del 2024, explicada por las perspectivas de una menor demanda, en particular de China, hasta alcanzar un mínimo el pasado 10 de setiembre (USD 65,7 por barril de WTI).

Luego de una relativa estabilidad, estos precios mostraron un comportamiento al alza a partir del 9 de diciembre, entre otros influidos por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) de postergar 3 meses más el inicio del incremento en la producción de petróleo de sus países miembros⁹; las políticas monetarias y fiscales implementadas por China para estimular la demanda; la disminución de las reservas comerciales de crudo en Estados Unidos¹⁰; las sanciones de Estados Unidos y Reino Unido a la industria petrolera rusa; así como las mejores perspectivas para la demanda mundial de petróleo en 2025¹¹. Más recientemente, este comportamiento se revirtió y el precio mostró una tendencia a la baja, determinada entre otros factores, por: el incremento de las reservas comerciales de petróleo en

⁷ En el caso de Chile incidió en el aumento del precio de la energía la eliminación del congelamiento de las tarifas eléctricas aplicadas a finales del 2019, que se prologaron hasta mediados del 2024.

⁸ Para ubicarse en 4,8% y 4,2% respectivamente (4,9% y 4,6% en noviembre).

⁹ Con esta decisión, el aumento gradual de la producción iniciaría en abril del 2025 y concluiría en octubre del 2026.

¹⁰ Debido al fuerte invierno en el hemisferio norte, que impulsó la demanda de combustible para calefacción.

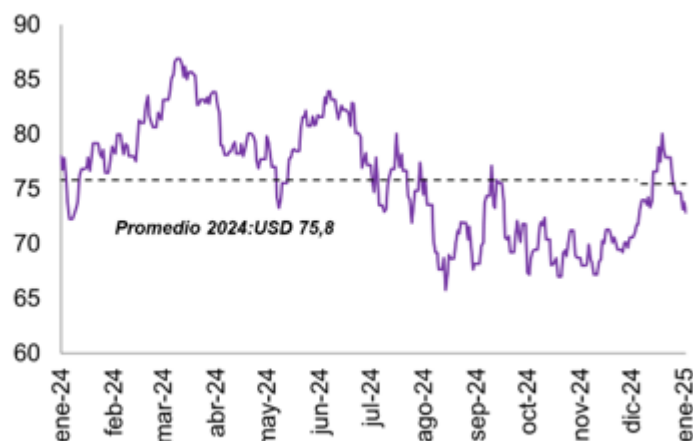
¹¹ En enero del presente año, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) pronosticó una aceleración del consumo para el 2025 y revisó al alza su previsión de demanda para el último trimestre del 2024. La OPEP+ mantuvo su pronóstico sobre el aumento del consumo mundial de crudo en el 2025 (Oil Market Report - January 2025 y OPEC Monthly Market Report, 15 de enero del 2025).

Estados Unidos¹², la reanudación de las exportaciones en Libia y la posible imposición de aranceles a las importaciones de Canadá y México por parte de Estados Unidos.¹³

Al 29 de enero, la cotización promedio por barril del petróleo WTI fue de USD 75,4 lo que significó un incremento de 8,3% con respecto al precio promedio de diciembre del 2024 (USD 69,6) (Gráfico 2).

Gráfico 2. Precio del petróleo WTI

USD por barril



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero de 2025.

Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas continuaron con el proceso de relajación de la política monetaria. Un comportamiento similar se observó en las economías emergentes, aunque algunas pausaron el proceso y otras lo reversaron (Gráfico 3).

El Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos recortó su tasa de interés de referencia en 25 puntos base (p.b.) en sus reuniones de noviembre y diciembre del 2024, respectivamente, hasta ubicarla en un rango de [4,25% - 4,50%]¹⁴. Además, en la última de estas reuniones indicó que en el 2025 habría dos recortes en ese indicador, en lugar de los cuatro que había previsto en septiembre del año pasado. Esta decisión se sustentó en la fortaleza del mercado laboral, así como una inflación más alta de lo previsto y una revisión al alza en el crecimiento económico del 2025¹⁵. Particularmente, en su reunión del 29 de enero del 2025, la Reserva Federal mantuvo las tasas de interés de referencia en el rango indicado, como lo esperaba el mercado financiero¹⁶.

¹² Según la Administración de Información de Energía, en la semana que finalizó al 24 de enero, estas reservas crecieron 3,5 millones de barriles (m.b.) y la expectativa estaba en aproximadamente 2,2 m.b.

¹³ Anunciada por el presidente de Estados Unidos en la Reunión Anual del Foro Económico Mundial, de enero 2025.

¹⁴ La disminución acumulada de este indicador entre setiembre del 2024, cuando inició los recortes, y diciembre de dicho año, fue de 100 p.b.

¹⁵ Minutas de la Reserva Federal, diciembre 2024.

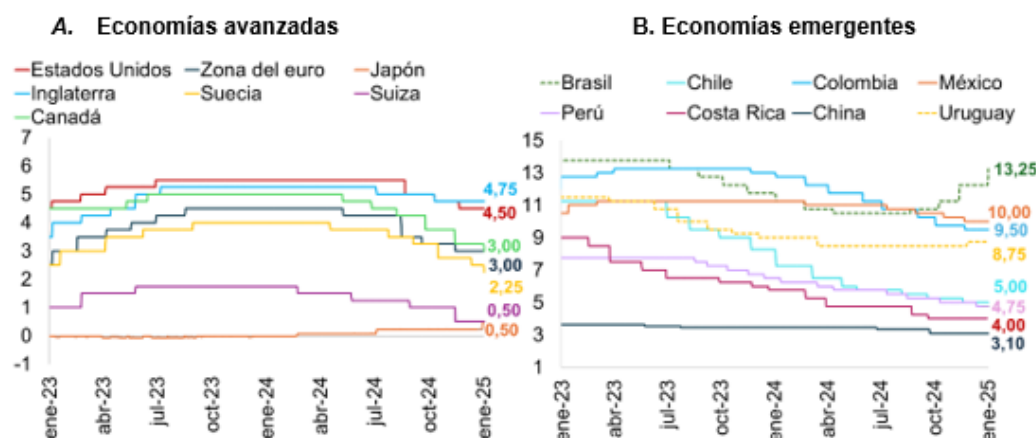
¹⁶ La decisión de la Reserva Federal fue unánime. En la nota de prensa del 29 de enero del 2025, señaló que la actividad económica crece a un ritmo sólido, las condiciones del mercado laboral son robustas y la inflación continúa algo elevada.

De igual forma, en su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo recortó su tipo de interés de referencia¹⁷ en 25 p.b. hasta situarlo en 3,0%; esa fue la tercera reducción consecutiva de este indicador durante el 2024.

Por el contrario, el Banco de Japón aumentó su tasa de interés oficial en marzo del 2024, de -0,1% a un rango de entre 0 y 0,1%, el primer incremento en muchos años¹⁸; en agosto de ese mismo año y en enero del 2025 incrementó nuevamente esa referencia hasta ubicarla en 0,50%.

En las economías emergentes, el Banco Popular de China redujo en el 2024 su tipo de interés de referencia (tasa preferente para créditos a 1 año), en dos oportunidades (10 p.b. en julio y 25 p.b. en octubre), con lo cual la ubicó en 3,1%. Estos recortes formaron parte de los esfuerzos de las autoridades de dicho país para impulsar la demanda de crédito, el crecimiento del consumo y la inversión y la actividad económica.

Gráfico 3. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero del 2025.

En varias de las principales economías latinoamericanas, el proceso de relajación de la política monetaria siguió, aunque en algunas la dirección de la política cambió. México, Chile, Colombia, Perú y Costa Rica continuaron con el recorte en sus tasas de política, con pausas temporales en el proceso de ajuste.

Brasil, por el contrario, aumentó su tasa de referencia a partir de setiembre del 2024, por un acumulado de 275 p.b., hasta ubicarla en 13,25%.¹⁹ El Banco Central de Brasil atribuyó estos incrementos a varios factores, entre ellos el desanclaje de las expectativas de inflación, el aumento

¹⁷ A partir del 18 de setiembre del 2024, el Banco Central Europeo utiliza la tasa de la facilidad de depósito como guía para orientar su política monetaria.

¹⁸ El Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en valores negativos por un periodo prolongado con el fin de estimular la economía, caracterizada por un bajo crecimiento y precios persistentemente a la baja. En marzo del 2024 aumentó la tasa de interés en respuesta a inflaciones superiores al objetivo de 2,0% y a previsiones de crecimiento económico al alza, ante la recuperación en la demanda interna.

¹⁹ En el comunicado del 29 de enero del 2025, el Banco Central indicó que el escenario actual requiere de una política monetaria más contractiva debido al desanclaje de las expectativas de inflación, el aumento de las proyecciones de inflación, la resiliencia de la actividad económica y las presiones sobre el mercado laboral. El incremento en la tasa de referencia fue de 100 p.b.

de las proyecciones de inflación, un crecimiento económico mayor al esperado y un incremento en la brecha del producto.

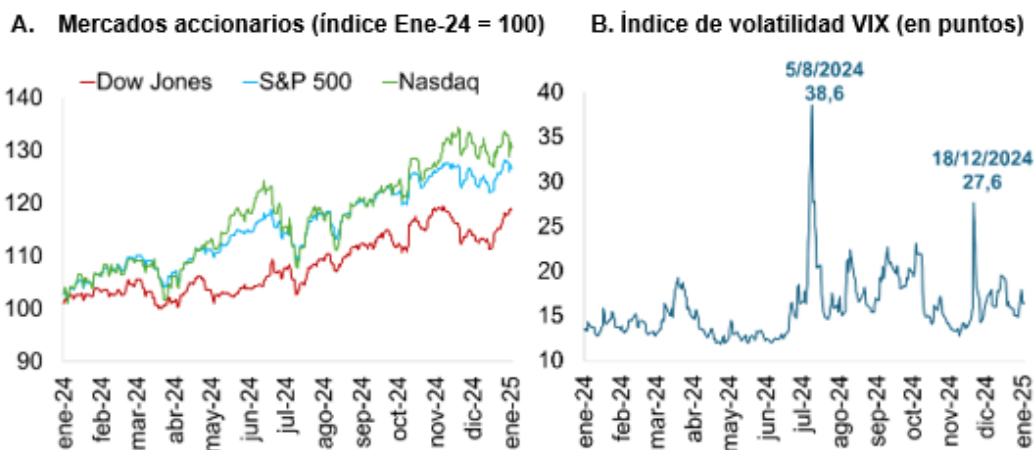
En igual sentido, el Banco Central de Uruguay aumentó en diciembre (por primera vez en el 2024) su tasa de interés de referencia en 25 p.b., hasta 8,75%, debido a la incertidumbre sobre el contexto internacional y su efecto sobre las expectativas inflacionarias.

Los mercados financieros internacionales mostraron un desempeño positivo en el 2024, aunque recientemente la tendencia alcista se revirtió. Desde mediados de año mostraron episodios de mayor volatilidad (Gráfico 4).

El comportamiento al alza se observó en la mayor parte del 2024, pero fue atenuado en varias ocasiones debido a hechos puntuales como la incertidumbre sobre la evolución de las acciones tecnológicas; el inesperado aumento en la tasa de interés de política monetaria en Japón, que afectó las operaciones de arbitraje de tasas; la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y las expectativas de un menor ritmo de reducción de la tasa de referencia del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.

En línea con la tendencia antes mencionada, los principales índices accionarios de Estados Unidos terminaron el 2024 con tasas de crecimiento similares a las registradas un año atrás: el Promedio Industrial Dow Jones aumentó 12,9%, el S&P 500 creció 23,3% y el Nasdaq Composite 28,6%. En lo que transcurre de enero del presente año, los índices accionarios mostraron una recuperación

Gráfico 4. Mercados financieros internacionales



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero del 2025.

El desempeño positivo de los mercados financieros en la primera parte del 2024 se dio en un entorno de baja volatilidad, que se manifestó en el índice VIX²⁰. En el segundo semestre ese indicador aumentó e incluso sobrepasó, de forma temporal, los 30 puntos (nivel asociado a una alta volatilidad), como resultado del aumento en la tasa de referencia de Japón (el 5 de agosto) y las expectativas generadas por la decisión del Sistema de la Reserva Federal de reducir los ajustes en su tasa de referencia programados para el 2025 en comparación con lo proyectado en setiembre del 2024 (el 18 de diciembre).

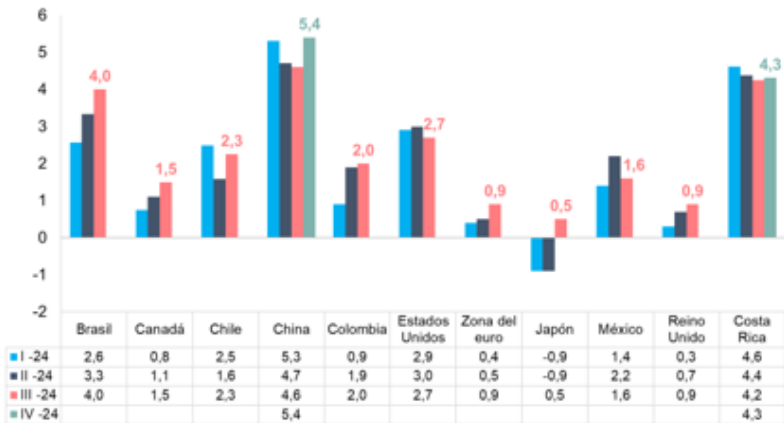
²⁰ Indicador que mide la volatilidad esperada en los mercados financieros en los próximos 30 días.

La actividad económica de las principales economías mantuvo un ritmo de crecimiento moderado en el tercer trimestre del 2024, con lo cual el Fondo Monetario Internacional (FMI)²¹ estima que la economía mundial habría crecido 3,2% en ese año, ligeramente por debajo del 2023 (3,3%) (Gráfico 5).

El crecimiento económico de Estados Unidos se moderó en el tercer trimestre del 2024, en relación con los dos trimestres previos, pero mantuvo un buen ritmo por la solidez del consumo privado²², la fortaleza del mercado laboral y la mejora en la confianza de los consumidores.

En la zona del euro, el crecimiento económico mostró una mejora en el tercer trimestre, pero continuó relativamente bajo. Esto como consecuencia, entre otros factores, del poco dinamismo de la industria manufacturera, la baja confianza empresarial y de los consumidores y la persistencia del efecto del mayor precio de la energía²³ sobre la actividad económica, elementos que contribuyeron al enfriamiento de las dos economías más grandes de la región (Alemania y Francia).

Gráfico 5. PIB trimestral de algunos países y regiones
Variación interanual en porcentaje



¹Para Costa Rica se utiliza la T (1,4) de la tendencia ciclo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de bancos centrales, institutos de estadística y Bloomberg al 17 de enero del 2025.

La actividad económica en China se aceleró en el cuarto trimestre del 2024, impulsada por las medidas de estímulo aplicadas a finales de setiembre para generar confianza en los consumidores e inversores y, de esta forma, tratar de alcanzar un crecimiento anual en torno al 5,0%²⁴. Seguidamente se presenta una síntesis de esas medidas.

Medidas de estímulo aplicadas por China en el 2024

²¹ Perspectivas de la Economía Mundial, enero del 2025.
²² Este rubro representa más de dos tercios del producto interno bruto del país, Bureau of Economic Analysis, 19 de diciembre del 2024.
²³ “Un ciclo concluye y otro empieza, en medio de una creciente disparidad”, 17 de enero del 2025.
²⁴ La economía de China aún en ese momento enfrentaba las consecuencias de las restricciones sanitarias aplicadas en el periodo 2020-2022 (caída en la demanda interna y externa y presiones deflacionarias), y de la prolongada crisis inmobiliaria.

Según su naturaleza, las acciones clasificaron en macroeconómicas, del mercado inmobiliario y del mercado de capitales. De las primeras destacan: a) la reducción en la tasa de interés de distintos instrumentos financieros²⁵, b) la disminución del coeficiente de reserva obligatorio (la inyección de liquidez fue de aproximadamente 1 billón de yuanes) y c) el aumento de la cuota de endeudamiento (techo de deuda) de los gobiernos locales para emitir bonos especiales por 10 billones de yuanes.

Para fortalecer el mercado inmobiliario, se bajó la tasa de interés de las hipotecas existentes con el fin de reducir la diferencia con las tasas de interés en nuevas hipotecas (la brecha incentivó la cancelación anticipada de préstamos en los últimos 2 años) y se disminuyó el pago inicial para la compra de una segunda vivienda.

En cuanto al mercado de capitales, las medidas consistieron en: a) una línea "swap" (permuta) por 500.000 millones de yuanes, que permite a las firmas de valores, las empresas de gestión de fondos y las compañías de seguros ceder sus activos como garantía a cambio de financiamiento para adquirir activos de alta liquidez y b) una línea de refinanciación de 300.000 millones de yuanes para orientar a los bancos a respaldar las recompras y compras de acciones de las empresas que cotizan en bolsa.

En las principales economías latinoamericanas, la producción se aceleró en el tercer trimestre del 2024, con excepción de México. Destacó el caso de Brasil, con un crecimiento de 4,0% en ese periodo, explicado por el mayor consumo de los hogares²⁵, impulsado a su vez por programas gubernamentales y mejoras del mercado laboral, así como el incremento de la inversión (mayor formación de bienes de capital).

Con estos resultados, el FMI estima que en el 2024 el producto interno bruto (PIB) de Estados Unidos, de la zona euro, de China y de Latinoamérica habría crecido 2,8%, 0,8%, 4,8% y 2,4% (3,7% en Brasil), respectivamente.

La incertidumbre aumentó por el posible impacto sobre el comercio mundial que tendrían eventuales medidas de la nueva administración de los Estados Unidos.

El gobierno estadounidense entrante anunció varias medidas relacionadas con la política comercial, fiscal y migratoria²⁶ de ese país. Adicionalmente, manifestó su interés de tomar decisiones en temas como la ampliación territorial²⁷, el cambio climático²⁸, el mercado de petróleo y gas²⁹, los conflictos bélicos y la inteligencia artificial³⁰, entre otros.

²⁵ Este rubro representa más de dos terceras partes del PIB de Brasil, según el Instituto de Geografía y Estadística.

²⁶ En materia comercial, las medidas estarían enfocadas en la imposición de aranceles y revisión de acuerdos comerciales. En particular, la nueva administración expresó su intención de imponer un gravamen a las importaciones provenientes de China (60%), Canadá y México (25%) y el resto del mundo (10%-20%). En cuanto al tema migratorio, el 20 de enero del 2025 se emitió un decreto para declarar el estado de emergencia en la frontera sur y dos días después se firmaron órdenes para desplegar al ejército en la frontera sur, realizar deportaciones masivas y realinear la admisión de refugiados hacia Estados Unidos.

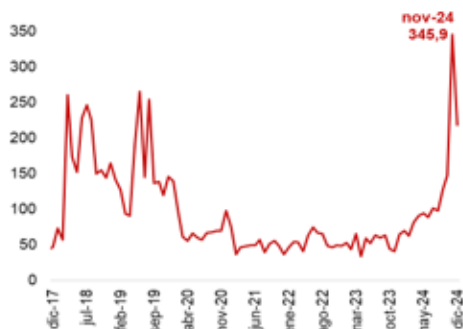
²⁷ Recuperar el control sobre el Canal de Panamá y aumentar su expansión territorial mediante la compra de Groenlandia.

²⁸ El 20 de enero del 2025 se firmaron varios decretos, entre ellos: a) el retiro de Estados Unidos del Acuerdo de París (2015) y, b) la declaración de emergencia energética nacional y el aprovechamiento de Alaska como reservorio de energía.

²⁹ Búsqueda de nuevas zonas para la exploración de petróleo y gas.

En particular, la eventual imposición de aranceles llevó a un aumento significativo en la incertidumbre global sobre el comercio internacional, evidenciada en el índice Trade Policy Uncertainty Index (TPU), que en noviembre pasado alcanzó su nivel más alto desde los conflictos comerciales del 2018 (Gráfico 6).

Gráfico 6. Indicador de incertidumbre asociada a las políticas comerciales
En puntos



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> a enero 2025.

1.2 Economía local

1.2.1 Inflación

Al término del 2024, la inflación (interanual) general se ubicó en 0,8%, con ello el promedio del cuarto trimestre fue de 0,0% (0,1% en el trimestre previo). Por su parte, la inflación subyacente³¹ se mantuvo en valores positivos durante el último trimestre de ese año, aunque inferiores al 1,0%. Ambos indicadores continuaron por debajo del límite inferior del rango definido alrededor de la meta de inflación.

Durante el último trimestre del 2024, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), mostró tasas disímiles que van desde -0,8% en octubre hasta 0,8% en diciembre (Gráfico 7.A), para un promedio de 0,0% (0,1% en el trimestre anterior). Por su parte, la inflación subyacente continuó en valores positivos y se ubicó al término del año en 0,9% (0,6% en promedio en el cuarto trimestre). Con estos resultados, la inflación continuó por debajo del límite inferior del rango alrededor de la meta de inflación (3,0% $\pm$ 1 p.p.).

Al igual que en el trimestre previo³², en el cuarto trimestre del 2024 la contribución promedio del subíndice de precios de los servicios a la inflación interanual fue positiva (1,15 p.p. en promedio)

³⁰ El 23 de enero del 2025 se firmó una orden ejecutiva sobre inteligencia artificial orientada a impulsar el liderazgo mundial de Estados Unidos en esta actividad.

³¹ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda sobre las cuales tiene efecto la política monetaria, esto es, aproxima, de mejor forma, el fenómeno inflacionario entendido como cambio generalizado y sostenido en el nivel de precios ocasionado por fenómenos monetarios. Para mayor detalle, ver la nota técnica “Índices de inflación subyacente de Costa Rica (IIS2021)”.

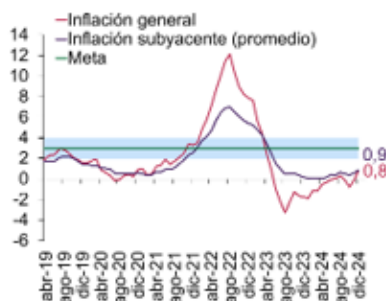
³² En el tercer trimestre del 2024 el resultado ligeramente positivo de la inflación general promedio (0,1%) fue determinado por la evolución del subíndice de precios de servicios que contribuyó con 0,8 p.p., lo que compensó el aporte negativo de 0,7 p.p. del subíndice de bienes.

mientras que la del subíndice de precios de bienes resultó negativa en igual magnitud³³, por lo cual la variación para el trimestre fue de 0,0%.

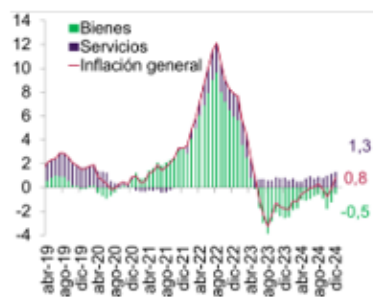
Gráfico 7. Indicadores de inflación

Variación interanual en porcentajes y puntos porcentuales

A. Inflación general y subyacente (porcentajes)



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



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

Particularmente, en diciembre el resultado interanual positivo (0,8%) fue determinado por el subíndice de precios de servicios. Este subíndice aumentó 3,0% en términos interanuales (el de bienes disminuyó 1,0%³⁴) y, dada su ponderación relativa en la canasta del IPC, su contribución positiva más que compensó el aporte negativo de los bienes al resultado de la inflación interanual de ese mes (Gráfico 7.B).

En los servicios, los mayores aportes positivos provinieron de telefonía fija, electricidad y alquiler de vivienda, con 0,3 p.p. cada uno, paquetes turísticos al extranjero (0,2 p.p.) y boleto aéreo (0,1 p.p.), compensados parcialmente por servicios de telecomunicaciones en paquetes (-0,2 p.p.). En los bienes, destacaron las contribuciones negativas de combustibles (-0,6 p.p.), aceite (-0,2 p.p.), automóviles nuevos y carnes con -0,1 p.p. cada uno, lo anterior compensado en mayor medida por los bienes agrícolas (0,7 p.p.).

Al desagregar el IPC según sus componentes, regulado y no regulado, la variación interanual promedio del primero en el cuarto trimestre del 2024 fue de -2,7% y de 0,5% en el segundo (-1,2% y 0,3% en el trimestre previo, respectivamente). Dados sus respectivos pesos en la canasta del IPC³⁵, sus contribuciones al promedio de la inflación interanual del trimestre en análisis se compensaron.

³³ La ponderación de los bienes y servicios en la canasta del IPC es de 53% y 47% respectivamente (base diciembre 2020). En el cuarto trimestre del 2024 las variaciones interanuales promedio fueron de -2,2% y 2,6% en el orden indicado.

³⁴ En los precios de los bienes la variación interanual fue de -3,3% en octubre, -2,3% en noviembre y -1,0% en diciembre del 2024. La menor tasa negativa en los dos últimos meses es el resultado, en buena medida, de un choque de oferta por incrementos significativos en el precio de algunos bienes agrícolas debido a condiciones climáticas adversas. En efecto, las frutas mostraron tasas de variación del 10%, 11,6% y 35% en el orden indicado, en tanto que el subgrupo de vegetales, tubérculos y leguminosas de -5,4%, 6,9% y 12 % en el mismo orden.

³⁵ La ponderación del componente regulado y no regulado en la canasta del IPC es de 14% y 86% respectivamente (base diciembre 2020).

Específicamente, al término del 2024 los bienes y servicios regulados alcanzaron una variación interanual de -2,3% en tanto que la de los no regulados fue de 1,4%; el aporte positivo de estos últimos más que compensó el negativo de los regulados. En los regulados, el principal aporte negativo provino de los combustibles (-0,6 p.p.) y el positivo de la electricidad (0,3 p.p.). En el componente no regulado destacaron, con aportes positivos, la papa (0,4 p.p.), telefonía móvil (0,3 p.p.), los paquetes turísticos al extranjero, el alquiler de vivienda y la papaya con 0,2 p.p. cada uno, y los boletos aéreos (0,1 p.p.), compensados parcialmente por servicios de telecomunicaciones en paquetes y aceite, con -0,2 p.p. cada uno y automóviles nuevos (-0,1 p.p.)

El retorno de la inflación general a valores en torno a 0,0% a partir del segundo trimestre del 2024 se debió, mayormente, al menor ritmo de disminución de los precios externos, al incremento en los costos del transporte marítimo y a los efectos de la postura menos restrictiva de la política monetaria.

El menor ritmo de disminución de los precios externos se ha reflejado internamente en el índice de precios de materias primas importadas, el cual registró durante el 2024 una reducción promedio de 6,7%, inferior a la caída de 12,3% en el 2023 (Gráfico 8.A).

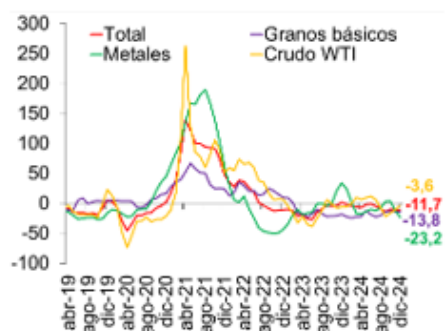
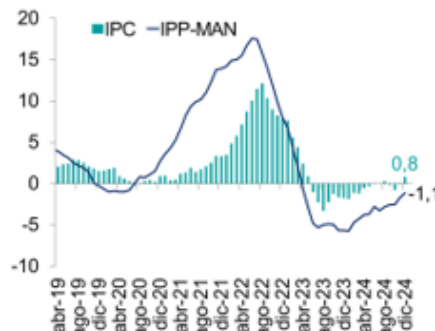
Sin embargo, es importante mencionar que en el cuarto trimestre el índice de materias primas importadas registró una disminución promedio interanual de 10,7%, superior a la caída de los dos trimestres previos (3,2% y 9,0% en el segundo y tercero, respectivamente), explicada por la disminución de 10,0% del precio del crudo WTI en el último trimestre del año (-7,3% en el trimestre previo). El impacto de dicha reducción sobre el índice fue compensado en parte por el menor decrecimiento en el precio de los granos básicos³⁶ y por el alto aumento en el precio mundial del transporte marítimo³⁷.

El menor ritmo de disminución de los precios externos y el aumento en el precio del transporte marítimo han influido en el Índice de Precios del Productor de la Manufactura (IPP-MAN), indicador que, si bien mantiene variaciones interanuales negativas desde abril del 2023, ha sido cada vez menos negativo. Particularmente, en el cuarto trimestre del 2024 su variación interanual promedio fue de -1,8% (-2,9% en el trimestre anterior)³⁸ (Gráfico 8.B).

³⁶ Los granos básicos en el cuarto trimestre cayeron 13,4% (-18,8% en el trimestre previo).

³⁷ Si bien la referencia del precio mundial de transporte de contenedores cayó 30,0%, en promedio, entre el tercer y cuarto trimestre del 2024 (de USD 5.071 a USD 3.561), el incremento fue muy significativo en relación con el precio medio del 2023 (USD 1.488), para un aumento de 139%. Este comportamiento respondió, entre otros, a las tensiones geopolíticas en el mar Rojo y a los efectos del cambio climático sobre esta actividad.

³⁸ Al desagregarlo por tipo de bien, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC, mostró en el cuarto trimestre del 2024 una variación interanual promedio de 0,6% (-0,3% en promedio en el trimestre previo); en diciembre fue de 1,3%.

Gráfico 8. Precios de materias primas y del productor de la manufactura*Variación interanual, en porcentajes***A. Precio de materias primas importadas ¹****B. IPP-MAN e IPC**

¹ Los granos básicos incluyen: trigo, maíz, soya y arroz. Los metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Elementos de índole interno también contribuyeron al retorno de la inflación a un valor en torno a cero en el cuarto trimestre. Entre ellos destacan la política monetaria menos restrictiva³⁹ aplicada a partir de marzo del 2023 y la menor apreciación de la moneda local en el 2024.

Las expectativas de inflación, tanto las obtenidas de la encuesta que realiza el BCCR como las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativas de mercado), permanecen dentro del rango de tolerancia definido para la inflación; sin embargo, sus valores han tendido hacia el límite inferior de dicho rango.

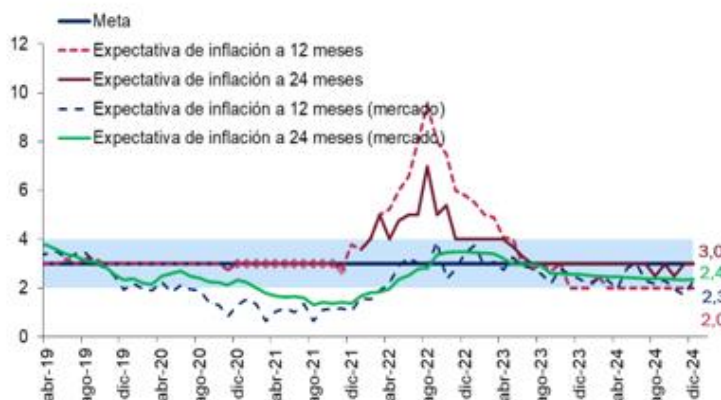
Al término del cuarto trimestre del 2024, la primera de estas mediciones ubicó la mediana de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses en 2,0% y 3,0% respectivamente, mientras que las expectativas de mercado se situaron en 2,3% y 2,4% a esos plazos⁴⁰ (Gráfico 9).

³⁹ Entre diciembre del 2021 y octubre del 2022 la TPM aumentó en 825 p.b., lo que propició una postura restrictiva de la política monetaria desde noviembre del 2022, que contribuyó a moderar las presiones de demanda agregada y facilitó la contención de los efectos inflacionarios de segunda ronda.

⁴⁰ Las expectativas de mercado sobre la inflación interanual a 36 y 60 meses se estabilizaron en torno a 2,3% durante el 2024.

Gráfico 9. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹ y mercado

Variación interanual, en porcentajes



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

La permanencia de la inflación durante un periodo prolongado en valores por debajo del límite inferior puede generar cuestionamientos válidos, sobre si es preciso reducir la meta inflacionaria. Sin embargo, como se expone en el Recuadro 1, la revisión de la meta de inflación no depende necesariamente del valor que haya registrado dicha variable en un determinado periodo, sino que es un proceso que realizan algunos bancos centrales con regímenes de meta de inflación periódicamente como parte de sus funciones. Esa revisión no siempre llevará a un cambio en la meta, pero es valiosa porque contribuye a la rendición de cuentas y a la participación de la sociedad en este importante tema.

Recuadro 1. Elementos por considerar en la determinación de la meta de inflación

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de meta explícita de inflación para la conducción de su política monetaria en enero del 2018 ⁴¹, aunque en la práctica dicho marco de política se aplicó de forma gradual, con reformas tangibles desde octubre del 2006.

Este esquema se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del banco central de alcanzar un objetivo cuantitativo para la inflación en un determinado horizonte de tiempo y se acompaña del reconocimiento de que su principal objetivo es mantener la inflación baja y estable. Además, manifiesta la importancia de la rendición de cuentas y la explicación de las motivaciones en la toma de decisiones de la autoridad monetaria para el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

⁴¹ Artículo 5 Sesión 5813-2018. Con la adopción de este esquema culminó el proceso de transición iniciado en el 2005, cuando la Junta Directiva aprobó el proyecto estratégico “Esquema de meta explícita de inflación para Costa Rica” (artículo 11, sesión 5229 del 5 de enero del 2005), cuyo objetivo era diseñar una estrategia orientada a preparar las condiciones para migrar a un régimen de metas de inflación.

En el proceso de transición hacia este régimen, el BCCR tomó varias medidas⁴² con las características citadas en el párrafo anterior. Entre ellas destacan: a) el compromiso con una meta numérica para la inflación en el mediano plazo, b) la adopción de un régimen cambiario más flexible, c) la definición de la Tasa de Política Monetaria (TPM) como el principal instrumento de la política monetaria, d) la creación de un mercado de liquidez en el que el precio de esta se vinculara con el nivel de la TPM, e) el fortalecimiento de los canales de comunicación y la transparencia con el público y f) la mejora de las herramientas para pronosticar la inflación, todo ello acompañado de una reforma administrativa y un reforzamiento del capital humano y sus capacidades con el fin de asumir las nuevas tareas que el cambio de régimen monetario (y cambiario) demandaban.

Este recuadro se enfoca en la primera de las medidas mencionadas; esto es, el compromiso con una meta numérica para la inflación. En particular, primero se discute la importancia de dicho compromiso y los aspectos teóricos que han de ser considerados al definir la meta. Posteriormente, se reseña el procedimiento seguido por el BCCR cuando fijó la meta de inflación vigente y se presenta información de algunos países que aplican este régimen de política monetaria.

Importancia del compromiso con un objetivo de inflación

Los primeros países en implementar un régimen de metas de inflación fueron Nueva Zelanda (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992) y Suecia (1993). Según King (2024), más que desarrollar una nueva teoría de la inflación, el interés de estos países al adoptar este esquema era crear instituciones (conjunto de reglas) que moldearan la forma en que se establecía la política monetaria en un mundo de creciente liberalización financiera y ausencia de controles cambiarios. En línea con ese propósito, en 1989 Nueva Zelanda incluyó en la Ley del Banco de Reserva (banco central) el objetivo de asegurar la estabilidad de precios, compromiso que fue asumido por otros bancos centrales que optaron por este marco de política monetaria en años posteriores.

Lo anterior muestra que, desde sus inicios, el enfoque de metas de inflación reconoció la importancia de que las acciones de política monetaria se orientaran a lograr la estabilidad de precios. Una inflación baja y estable contribuye a la eficiencia de los procesos productivos y al bienestar de la población debido a que reduce los efectos redistributivos adversos asociados a la inflación⁴³. Además, promueve la estabilidad de otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios), lo que permite que las decisiones de ahorro, inversión y consumo se adopten en condiciones de menores costos de coordinación y mayor certidumbre⁴⁴. Lo anterior favorece la asignación eficiente de los recursos productivos, con implicaciones positivas sobre el crecimiento económico, el bienestar y el empleo.

Si bien los bancos centrales podrían dirigir sus acciones de política al logro de la estabilidad de precios sin comunicar al público el valor de inflación que se desea alcanzar, en el enfoque de metas de inflación los bancos centrales hacen explícito su compromiso con el objetivo de lograr un nivel de inflación para el mediano plazo. Dicho anuncio contribuye a la transparencia en las

⁴² Un mayor detalle de estas medidas se presenta en el capítulo 3 del Informe de Inflación de diciembre del 2017.

⁴³ Particularmente, los grupos de ingresos bajos y fijos disponen de menos mecanismos para protegerse de la inflación y, además, destinan una proporción mayor de sus ingresos al consumo de bienes y servicios.

⁴⁴ Variaciones frecuentes en los precios dificultan la planeación a largo plazo de los hogares y empresas, en el tanto estos cambios afectan los costos de insumos, las tasas de interés, los salarios y el riesgo en los mercados financieros.

acciones de la política monetaria e incrementa la credibilidad de los bancos centrales. Asimismo, permite orientar las expectativas de los agentes económicos y, por consiguiente, ayuda a consolidar la meta de inflación como el ancla de la economía para el proceso de formación de los precios.

¿Cómo definir la meta de inflación?

Al establecer una meta para la inflación, lo primero, y quizás más relevante, es definir qué es una inflación baja y estable. La estabilidad de precios, en su expresión más rigurosa, significa que el nivel de precios no varía; es decir, que la inflación es igual a cero. Sin embargo, la literatura señala que un objetivo inflacionario de cero no es óptimo.

En este sentido, Mishkin y Bernanke (1997) argumentan que existen razones por las cuales dicho objetivo debe ser mayor que cero. Una de esas razones es la tendencia que muestran las cifras de inflación oficiales (medidas con el Índice de precios al consumidor, IPC) a exagerar la verdadera inflación debido al sesgo de sustitución⁴⁵ en los índices de ponderación fija⁴⁶ y a la falta de contabilización adecuada del cambio de calidad en los artículos incluidos en la canasta de bienes y servicios sobre la cual se calcula la inflación. Asimismo, indican que, aunque se disponga de un indicador de inflación que corrija ese error de medición, se deben considerar los riesgos relativos a un objetivo inflacionario muy bajo. Uno de ellos es que habría una mayor probabilidad de que la economía caiga en una deflación; otro es que no permitiría ajustar los salarios reales para equilibrar el mercado laboral en caso de que los salarios nominales fueran rígidos a la baja.

Sobre este mismo tema, Jongrim Ha, M. Ayhan Kose y Franziska Ohnsorge (2019) plantearon que, si bien una inflación baja y estable tiene efectos positivos para la economía, en términos de producción, empleo y estabilidad financiera, una inflación extremadamente baja, como la que prevaleció en muchas economías avanzadas después de la crisis financiera del 2008, puede dificultar que los bancos centrales reduzcan lo suficiente las tasas de interés reales de corto plazo para brindar el estímulo necesario a la demanda, dado el valor cercano a cero de las tasas de interés nominales. Por lo tanto, puede limitar el margen de acción de la política monetaria convencional y llevar a los bancos centrales a utilizar medidas no convencionales⁴⁷, incluidas compras en gran escala de activos financieros, para reducir las tasas de interés a largo plazo. Esas dificultades para implementar una política monetaria expansiva, a su vez, aumentan el riesgo de caer en un período de deflación que se retroalimenta a sí mismo y eleva la carga de la deuda y deprime aún más la actividad económica⁴⁸. Además, coinciden en que una inflación extremadamente baja también puede obstaculizar el ajuste de los salarios reales absolutos y relativos, debido a la rigidez general a la baja de los salarios nominales.

Dados los argumentos anteriores, la pregunta es ¿cuál es la tasa de inflación óptima? Según los últimos autores citados, los modelos teóricos ofrecen una amplia gama de tasas de inflación óptimas, negativas y positivas, de conformidad con los supuestos que se utilicen. Los que

⁴⁵ Este sesgo se produce cuando un producto de la canasta usada en el cálculo de la inflación es reemplazado por otro que tiene diferentes especificaciones o calidad y no se realiza un ajuste adecuado a los precios por los cambios de calidad de los productos.

⁴⁶ Cabe señalar que, en Costa Rica, el IPC se calcula con base en un [índice de Laspeyres tipo Lowe](#).

⁴⁷ Esas medidas podrían tener mayores costos para los bancos centrales y dificultan la comprensión por parte del público del mensaje que desean enviar esos entes (en comparación con las modificaciones en el nivel de la tasa de interés de referencia).

⁴⁸ Un ejemplo de lo anterior es la deflación prolongada que enfrentó Japón a partir de la segunda mitad de los noventa.

recomiendan metas de inflación iguales o inferiores a cero suelen suponer flexibilidad de precios perfecta, mientras que los que suponen precios rígidos sugieren una tasa de inflación óptima de cero. Por su parte, en modelos que incorporan una mayor variedad de rigideces y restricciones adicionales, como salarios rígidos, un límite inferior de cero para las tasas de interés nominales y fricciones financieras e indexación de precios, la tasa de inflación óptima es positiva.

Al igual que ocurre con los modelos teóricos, la literatura empírica sugiere que las tasas de inflación óptimas se encuentran en un amplio rango. La inflación “demasiado alta” y la deflación se asocian con pérdidas de producción, mientras que una “demasiado baja” conlleva el riesgo de caer en deflación y eventualmente en una recesión. La referencia para considerar que la inflación es “demasiado alta” varía ampliamente según las características del país, mientras que el valor mínimo para juzgar que es “demasiado baja” depende de la magnitud y la frecuencia de los choques adversos, la flexibilidad de la política fiscal y la eficacia de la transmisión de la política monetaria.

Jongrim et al. (2018) indicaron que, en vista de los riesgos antes mencionados, algunos economistas⁴⁹ recomendaron elevar las metas de inflación de los bancos centrales al 4%, el doble de la meta media de los bancos centrales de economías avanzadas que aplican metas de inflación, pero otros⁵⁰ se mostraron en desacuerdo con esa recomendación. Particularmente, para el caso de Estados Unidos de América, Mishkin (2018) planteó, una vez evaluadas las razones a favor y en contra de elevar la meta de inflación, que era preferible mantenerla en 2%. Entre otros argumentos, señaló que uno de los éxitos de los bancos centrales en los últimos años fue el anclaje de las expectativas de inflación en torno al 2%, por lo cual, si el objetivo inflacionario aumentara a 4%, se pondría en peligro el éxito conseguido de establecer un ancla nominal fuerte.

Por el contrario, Summers (2018), en referencia al caso específico de Estados Unidos, argumentó que, si bien a mediados de los noventa, cuando el Sistema de la Reserva Federal fijó la meta inflacionaria en 2%, dicho objetivo podría haber sido apropiado, en el 2018 posiblemente ya no lo fuera. Esto por cuanto con ese valor se buscaba equilibrar los costos de la inflación con los beneficios de evitar la deflación; sin embargo, había razones para creer que los riesgos de deflación habían aumentado, por lo cual consideraba conveniente aumentar la meta. De igual modo, Wessel (2018) sugirió que el objetivo del 2% ya no era adecuado porque la tasa de interés real neutral⁵¹ era en ese momento más baja de lo que solía ser, lo cual aumentaba el riesgo de que las tasas de interés nominales estuvieran restringidas por el límite inferior cero⁵².

En la práctica, la mayoría de los países avanzados con esquemas de metas de inflación tienen una meta de 2% con un rango de tolerancia simétrico (Cuadro 1.1) y han mantenido ese objetivo por un lapso extenso. Esa estabilidad del objetivo puede deberse a los costos inherentes de cambiarlo, en especial si se tratara de incrementarlo.

⁴⁹ Blanchard, Dell’Arricia y Mauro (2010), Ball (2014), Krugman (2014), Kiley y Roberts (2017) y Andrade et al. (2018).

⁵⁰ Coibon y Gorodnichenko (2012), Coibon, Gorodnichenko y Wieland (2012), Mishkin (2018) Dorich et al. (2018), Schmitt-Grohe y Uribe (2010).

⁵¹ La tasa de interés real neutral se define como la tasa de interés real de mediano plazo que es coherente con una economía en pleno empleo de los factores de la producción y una inflación que se aproxime a la meta.

⁵² El argumento de fondo es que cuando los mercados financieros anticipan más inflación, las tasas de interés nominales generalmente son más altas, lo cual da más margen para recortarlas en momentos en que la economía se desacelera demasiado o se dirige a una recesión.

1

Cuadro 1.1 Algunos países con metas de inflación: meta inflacionaria e indicador utilizado

País	Fecha de adopción del régimen de metas de inflación	Tasa de inflación meta	Indicador de inflación
Australia	1993	2,0-3,0	IPC
Brasil	1999	3,0± 1,5	IPCA ¹
Canadá	1991	2,0± 1	IPC
Chile	2000	3,0	IPC
Colombia	1999	3,0± 1	IPC
Costa Rica	2018	3,0± 1	IPC
Estados Unidos	2012	2,0	PCE ²
Filipinas	2002	2,0-4,0	IPC
Guatemala	2005	4,0± 1	IPC
India	2012	4,0± 2	IPC
Israel	1997	2,0± 1	IPC
Japón	2013	2,0	IPC
Kenia	2013	2,5-7,5	IPC
México	2001	3,0	IPC
Nueva Zelanda	1990	2,0	IPC
Perú	2002	2,0± 1	IPC
Reino Unido	1992	2,0	IPC
República Checa	1997	2,0	IPC
República Dominicana	2012	4,0± 1	IPC
Suecia	1993	2,0	CPIF ³
Uruguay	1991	3,0-6,0	IPC

1/ Índice de precios de consumo amplio.

2/ Índice de precios de gasto en consumo personal (PCE por sus siglas en inglés).

3/ Índice de precios al consumo con un tipo de interés fijo (CPIF por sus siglas en inglés).

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Fondo Monetario Internacional.

2

3

4 Canadá es un caso ilustrativo, donde cada cinco años (iniciado en 2001) se aplica un proceso
5 formal y transparente de revisión de la meta de inflación. Este proceso ha permitido una mejora
6 continua sobre la base de la experiencia y el conocimiento acumulados, especialmente en los
7 aspectos operativos de la aplicación del régimen de metas de inflación. La revisión no implica que
8 el objetivo vaya a cambiar; de hecho, en las seis revisiones efectuadas en este país, se ha
9 mantenido el objetivo inflacionario⁵³.

10

11 Otra consideración importante al elegir el objetivo inflacionario es decidir cuál indicador de
12 inflación debe usarse, dado que existen diferentes mediciones. Generalmente, se considera que el
13 indicador seleccionado debe ser preciso, conocido, oportuno y fácilmente comprensible para el
14 público. Sin embargo, también es crucial que excluya los choques puntuales de precios que no
15 afectan la tendencia de la inflación, ya que la política monetaria busca influir en esta última. Si

⁵³ John Murray (2018), quien fue vicegobernador del Banco de Canadá del 2008 al 2014, explica que la razón principal por la que el objetivo no ha cambiado es que la economía parece haber tenido un desempeño excepcionalmente bueno con el objetivo de inflación del 2%. Por otra parte, las revisiones periódicas, aunque no modifiquen la meta, son parte fundamental de la rendición de cuentas del banco central, disipan la incertidumbre y preocupaciones innecesarias de los agentes económicos y es un mecanismo deliberado y transparente con el que se involucra a las partes interesadas. Indica, además, que el Banco de Canadá es muy cuidadoso al exponer los temas que propone abordar en cada revisión, así como los cambios que podrían considerarse, y solicita comentarios del público, el gobierno y los académicos. Concluye que, aunque las características principales del marco se han mantenido sin cambios después de seis revisiones, en cada ocasión se ha aprendido algo nuevo y valioso.

bien el Índice de Precios al Consumidor (IPC) cumple con las cuatro primeras condiciones, no satisface la última, por lo que se requiere el uso de un indicador de inflación subyacente. Este tipo de indicador, aunque más adecuado técnicamente para aproximar la tendencia inflacionaria de largo plazo, es más difícil de explicar al público, razón por la cual la mayoría de los países han optado por usar el IPC para definir la meta inflacionaria (Cuadro 1).

Adicionalmente, se debe definir si la meta se expresará como un valor puntual o como un rango. King (2024) señala que, en sus inicios, los países que adoptaron el régimen de metas de inflación definieron el objetivo en términos de estabilidad de precios, en lugar de un valor específico para la inflación. La práctica común era establecer rangos y declarar que la meta de la autoridad monetaria sería ubicarse en la parte baja del rango dentro de un horizonte temporal definido. Este enfoque se adoptó porque fijar una meta numérica precisa tras un período de alta inflación y volatilidad podía ser ambicioso. Con el tiempo, el éxito en reducir la inflación llevó a algunos países a optar por metas puntuales, mientras que otros prefirieron establecer rangos simétricos alrededor de un valor central.

Las metas puntuales son más claras para el público y facilitan la evaluación de su cumplimiento. Sin embargo, el uso de rangos le da flexibilidad a los bancos centrales para responder ante choques transitorios que incidan en el nivel de precios, sin afectar su credibilidad y generar un costo innecesario en términos de producción. Esa flexibilidad también es apoyada por el hecho de que el objetivo inflacionario se especifica para un periodo de mediano plazo (por lo general de 2 años).

La literatura sobre la determinación del objetivo inflacionario suele enfocarse en las economías avanzadas, pero es escasa para economías emergentes como la costarricense. De la información recopilada para algunas naciones latinoamericanas seleccionadas, se aprecia que los criterios para la elección de la meta de inflación difieren. Por ejemplo, en el Banco Central de Chile la meta de 3% derivó de un análisis de las ventajas y desventajas de otros niveles posibles de inflación, entre ellos, la necesidad de facilitar el ajuste de precios relativos y mantener una distancia suficiente con el límite de cero en la tasa de interés nominal⁵⁴. En el Banco Central de Reserva del Perú, la elección de la meta de inflación⁵⁵ buscó anclar las expectativas inflacionarias en un nivel similar al de las economías desarrolladas y con ello establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda. Por su parte, en Colombia, el Banco de la República anunció en el 2001 que la meta de largo plazo para la inflación sería del 3,0%, con el argumento de que ello era concordante con el objetivo constitucional de velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica en general.

Procedimiento seguido por el BCCR en la fijación de la meta de inflación vigente

⁵⁴ Según información suministrada por el Banco Central de Chile, el esquema de metas de inflación de mediano plazo se adoptó en el 2000, con una meta de 3% a dos años plazo, con la intención de que la mayor parte del tiempo la inflación se ubicara en un rango de 2% a 4%. En el 2020 se eliminó el rango de tolerancia, aunque la meta se mantuvo en 3%.

⁵⁵ Perú implementó el régimen de metas de inflación por primera vez en el 2002 con un rango de 1,5%-3,5%. Posteriormente, en el 2007 estableció el objetivo inflacionario en 2% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 2 de su Ley Orgánica⁵⁶, en la programación macroeconómica de enero del 2008 el BCCR comunicó a la sociedad costarricense, por primera vez, un valor central para la meta de inflación con un margen de tolerancia de ± 1 p.p., medido con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC).

Se inició con un valor central de 8%, pero en julio del 2009 la coyuntura internacional permitió revisar a la baja este parámetro hasta 5%, valor en el que se mantuvo por los siguientes cuatro años, hasta que en enero del 2014 se redujo en 1 p.p. y desde enero del 2016 se ubica en 3%.

Este último valor para la meta de inflación no fue determinado de manera arbitraria. Dado que la economía costarricense es pequeña, abierta e importadora de materias primas, en particular de hidrocarburos, es razonable que se aspire a mantener un nivel de inflación similar al de sus principales socios comerciales. Por lo tanto, en el 2012 el Banco Central estimó que la inflación de largo plazo de estos países se ubicó en torno a 3%⁵⁷. Con base en ello, en el Programa Macroeconómico 2016-2017 el Banco comunicó a la sociedad su intención de mantener la inflación en 3% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.⁵⁸, objetivo que ha mantenido hasta la fecha.

Luego de cuatro años de mantener el objetivo inflacionario en $3\% \pm 1$ p.p., en el Programa Macroeconómico 2020-2021 de enero del 2020, la Junta Directiva del BCCR señaló que, durante ese año iniciaría un proceso de análisis y consultas para explorar la conveniencia y oportunidad de revisar la meta de inflación. Sin embargo, la pandemia del COVID-19 obligó a pausar esa discusión.

El tema de la revisión de la meta de inflación se retomó en el Plan Estratégico del BCCR 2025-2030⁵⁹. Específicamente, el eje estratégico número uno denominado “Inflación baja y estable” dispuso para el 2026, “evaluar los parámetros a partir de los cuales se define la meta de inflación, de acuerdo con las características de una economía pequeña y abierta como la costarricense, y la experiencia internacional en esta materia”.

Conforme a lo comentado previamente y en línea con la literatura económica que trata sobre la determinación de la meta inflacionaria, en el caso de la economía costarricense, la meta de inflación vigente es un valor puntual con un rango simétrico alrededor de ese valor. Por otra parte, dicho valor se fija a partir de la variación interanual del IPC y no de un indicador de inflación subyacente.

Comentarios finales

⁵⁶ Dicho artículo establece que el principal objetivo del BCCR es mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas. La estabilidad interna se interpreta como el logro de una inflación baja y estable.

⁵⁷ Álvarez y León. “Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica”. Documento de Trabajo 022|2012, Departamento de Investigación Económica. BCCR. La actualización de la inflación de socios comerciales señaló lo siguiente: para los subperiodos 1992-2024, 2000-2024 y 2010-2024 el promedio fue de 3,50%, 2,86% y 2,72% respectivamente.

⁵⁸ Para mayor detalle ver el Recuadro 4 “La meta de inflación de largo plazo.” en el Programa Macroeconómico 2016-2017.

⁵⁹ Aprobado por la Junta Directiva en el artículo 11 del acta de la sesión 6200-2024, celebrada el 23 de julio del 2024.

Este recuadro contribuye al inicio de la discusión sobre las consideraciones críticas mínimas para revisar la meta de inflación vigente. En análisis futuros, será necesario profundizar en la especificidad de las economías emergentes, con especial atención al caso de Costa Rica.

Es importante señalar el caso ilustrativo del Banco Central de Canadá, el cual desde el 2001 efectúa una revisión cada 5 años y en todas ellas ha ratificado el nivel objetivo vigente desde dicho año.

El proceso de revisión del objetivo inflacionario es importante porque contribuye en especial a la rendición de cuentas del banco central ante los ciudadanos. Con este fin, es conveniente que en este proceso participen, además de los funcionarios del BCCR, organizaciones y académicos externos a esta entidad.

Bibliografía

Banco Central de Costa Rica. Informe de Inflación, diciembre 2017.

Banco Central de Costa Rica. Informe de Política Monetaria, abril 2020.

Jongrim Ha, M. Ayhan Kose y Franziska Ohnsorge (2018). Inflation in Emerging and Developing Countries. Evolution, Drivers, and Policies. World Bank Group.

King, Mervyn (2024). Inflation Targets: Practice ahead of theory.

Mishkin, Frederic y Bernanke, Ben (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? NBER Working Papers Series.

Mishkin, Frederic. Rethinking inflation target (2018). Brookings Conference “Should the Fed Stick with the 2% Inflation Target or Rethink it?”

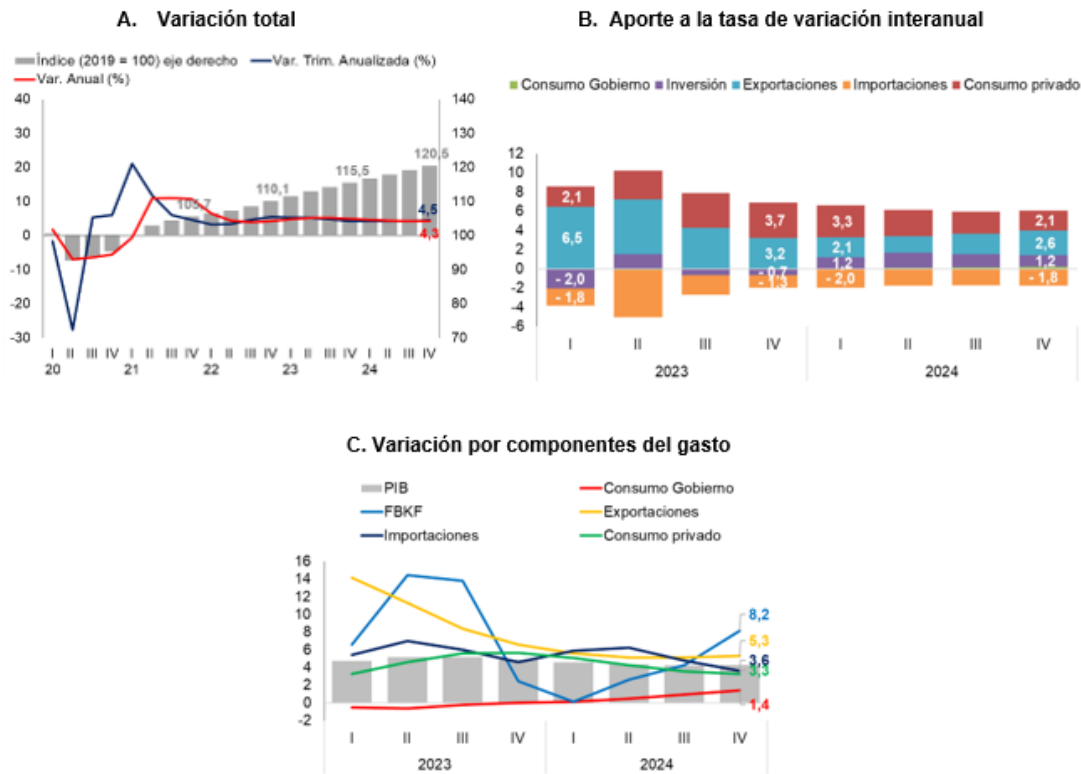
Murray, David y Wessel, David (2018). Rethinking the Fed’s 2 percent inflation target. A report from the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings.

1.2.2 Actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas

La producción mostró una aceleración en el cuarto trimestre del 2024 que, si bien fue modesta, cambió el comportamiento a la baja registrado desde la segunda mitad del 2023. Con ese resultado, se estima que en el año el PIB habría crecido 4,3%, superior en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado.

En el cuarto trimestre del 2024, el PIB creció 4,3% en términos interanuales y su variación trimestral anualizada fue de 4,5%, mayor al 4,3% registrado en el trimestre previo (Gráfico 10.A). Este comportamiento estuvo influido, por el lado del gasto, por la demanda interna, en particular del consumo privado y la inversión (Gráfico 10.B). Por actividades, influyeron principalmente en ese resultado la construcción, la manufactura y los servicios de transporte.

Gráfico 10. PIB trimestral en volumen variación total y por componentes del gasto (tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El consumo privado mostró una moderación en el último trimestre del año, en contraste con la aceleración en el crecimiento del consumo público y de la formación bruta de capital (Gráfico 10.C).

En el cuarto trimestre del 2024, el consumo privado creció 3,3% (5,7% un año atrás), lo cual es congruente con la reducción observada a lo largo del año en su ritmo de crecimiento. Este comportamiento estuvo influido por la moderación en el ingreso disponible real de los hogares, dada la dinámica de la actividad económica.

Por tipo de bien y servicio, este resultado se corresponde con un mayor consumo de prendas de vestir, calzado, servicios de enseñanza, servicios de alquiler de vivienda, servicios financieros y seguros, servicios de transporte, productos alimenticios y compra de vehículos, así como un menor consumo de muebles, productos de papel y servicios de salud.

En contraste con la moderación del consumo privado, el público mostró una aceleración en su ritmo de crecimiento a lo largo del año. Al cuarto trimestre registró una tasa de variación interanual de 1,4%, desde un valor de cero un año atrás. Dicho resultado se vincula con las mayores compras de bienes y servicios por parte de la administración pública y salud⁶⁰.

⁶⁰ Las plazas contratadas mostraron una tasa de variación cercana a cero debido al efecto conjunto de un escaso aumento en la contratación de plazas en la administración y enseñanza pública (dada la aplicación de la regla fiscal) y la reducción en la contratación de nuevo personal en salud.

La formación bruta de capital continuó en ascenso y en el cuarto trimestre del 2024 creció 8,2% (2,4% un año atrás). Este incremento se explica por la mayor inversión en nuevas construcciones (tanto privadas como públicas) así como en inversión en maquinaria y equipo por parte del sector privado (equipo de transporte, partes y maquinaria de uso especializado para la industria médica y equipo para cámaras de enfriamiento).

Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 5,3% en el cuarto trimestre del 2024, mientras que las importaciones crecieron 3,6% en ese lapso.

Las exportaciones de bienes aumentaron 11% en términos interanuales, valor similar al registrado un año atrás (10,6%), impulsadas por las ventas de las empresas del régimen especial (implementos médicos) y de productos manufacturados del régimen definitivo (azúcar, carne, productos lácteos, hilos conductores de cobre, y láminas de acero), principalmente.

El ritmo de crecimiento de las exportaciones de servicios se moderó a lo largo del año, desde 3,0% en el primer trimestre a 0,6% en el cuarto trimestre. Esto debido a una mayor demanda por servicios informáticos y empresariales de las unidades productivas empresas del régimen especial, que fue compensada por la desaceleración en el ingreso de turistas⁶¹. En términos agregados, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 5,3% en el cuarto trimestre (6,6% en igual lapso del 2023).

En forma congruente con el comportamiento de la demanda interna (consumo e inversión), las importaciones de bienes crecieron 4,3% en el cuarto trimestre del 2024 (0,9% un año atrás). El aumento de las importaciones fue impulsado por la compra de vehículos, productos alimenticios, equipo de transporte (de personas y mercancías), y equipo relacionado con la industria médica y para cámaras de enfriamiento. Destacó, además, el crecimiento en las compras de las empresas del régimen especial luego de cinco trimestres de resultados negativos⁶².

Las importaciones de servicios aumentaron 8,6% debido, principalmente, al mayor flujo de costarricenses hacia el resto del mundo⁶³ y el incremento en los servicios de transporte. En términos agregados, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 3,6%, lo cual significó 1,0 p.p. menos con respecto al mismo periodo del 2023.

Por actividad económica (Gráfico 11), la agropecuaria y la de hoteles y restaurantes se desaceleraron en el cuarto trimestre del año, ambas afectadas por las condiciones climatológicas adversas.

La actividad agropecuaria registró un crecimiento de 0,8%, menor con respecto a lo observado tanto el trimestre previo (2,0%) como un año atrás (3,4%). Este incremento se relaciona con la mayor producción exportable de piña y al impulso de la demanda interna sobre la extracción de

⁶¹ En el cuarto trimestre del 2024 el ingreso de turistas disminuyó 3,4% mientras que en igual lapso del 2023 había crecido 14,4%, ambos en términos interanuales.

⁶² Esta mejora se observó en las compras de insumos de la industria metalúrgica, metalmecánica, química y farmacéutica, así como de materiales de construcción.

⁶³ En el cuarto trimestre del 2024 el turismo emisor aumentó 8,9% (25,7% en igual lapso del 2023).

carne, pollo, leche y huevos, efectos parcialmente compensados por la contracción en la producción de bienes como café, cebolla, plátano y hortalizas⁶⁴.

Las condiciones climatológicas también afectaron la producción de los servicios de hotelería y restaurantes, debido a que obligó al cierre de aeropuertos (por su efecto sobre la pista de aterrizaje), con la consecuente reducción de vuelos al país. Sin embargo, se registró una constante afluencia de turistas, principalmente en las zonas costeras y algunas zonas de montaña, así como un aumento de la demanda interna por los servicios de restaurantes⁶⁵, el crecimiento de esta actividad en el cuarto trimestre (1,0%) fue considerablemente inferior en comparación con un año atrás (7,2%).

La manufactura y la construcción aceleraron sus crecimientos, impulsados, respectivamente, por la producción de empresas del régimen especial y obras con destino privado.

La manufactura creció 6,2% en el último trimestre, mayor a las tasas de los trimestres anteriores. Lo anterior se relaciona con el continuo impulso en la producción de las empresas del régimen especial⁶⁶, al incremento en la producción fabril de las empresas del régimen definitivo, particularmente de productos alimenticios (pollo, carne, productos de panadería, azúcar y productos lácteos), baterías, hilos conductores de cobre y productos de limpieza.

La actividad de la construcción mostró poco dinamismo durante los primeros tres trimestres del año, con tasas de crecimiento inferiores a 3,0%. Sin embargo, en el cuarto trimestre su variación (8,6%), aunque se modera con respecto a un año atrás, mostró una mejora significativa, por el desempeño de la construcción con destino privado y la recuperación de la construcción con destino público.

En el caso de las obras con destino privado, destacó la mayor ejecución de proyectos de viviendas para ingresos medios y altos, seguido del crecimiento en la construcción de edificios residenciales y no residenciales (naves industriales, locales y plazas comerciales).

Las obras con destino público acumularon tres trimestres con resultados positivos y alcanzaron su valor más alto en el cuarto trimestre. En ello influyó la mayor ejecución en obras de infraestructura vial por parte del Consejo Nacional de Viabilidad (CONAVI) y del Ministerio de Obras Públicas y Transportes (MOPT), así como los avances en proyectos de generación eléctrica⁶⁷ y en proyectos municipales.

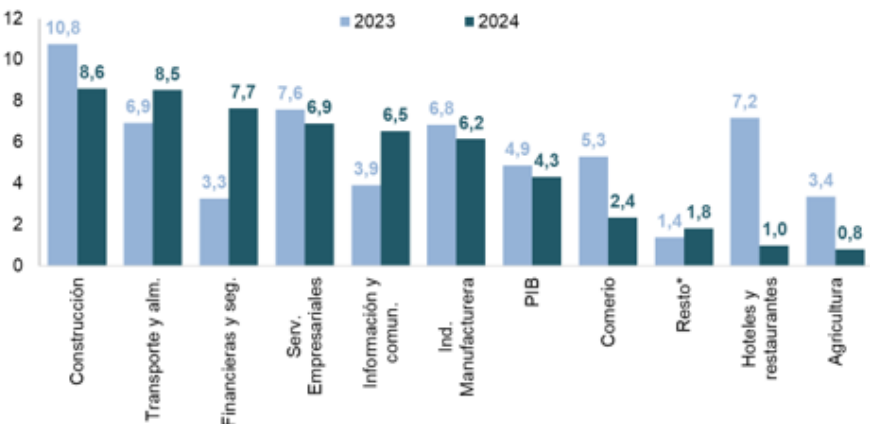
⁶⁴ La contracción señalada se debió a condiciones climatológicas adversas que afectaron la productividad de los cultivos.

⁶⁵ Cadenas de comida rápida, servicios de alimentos especializados para grupos corporativos y eventos empresariales en instalaciones hoteleras.

⁶⁶ En el cuarto trimestre del 2024 la producción del régimen especial y definitivo aumentó 11,9% y 1,9% respectivamente (13,1% y 1,6% en igual periodo del 2023).

⁶⁷ Proyecto Geotérmico Borinquen en Guanacaste.

Gráfico 11. PIB trimestral en volumen por actividades económicas al cuarto trimestre del 2024 (tendencia ciclo)
Variación interanual en porcentajes



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

El comercio se moderó en concordancia con la desaceleración de algunas actividades en tanto que el transporte se aceleró.

La actividad de comercio registró un crecimiento menor con respecto a un año atrás (2,4% desde 5,3%), en línea con la evolución de actividades como la agropecuaria y hoteles, restaurantes, así como con la moderación del crecimiento del ingreso de los hogares. Por tipo de bien, la moderación se reflejó en las ventas de productos de ferretería, eléctricos, alimenticios y combustibles, principalmente.

Asimismo, la actividad de transporte mostró una aceleración durante el año y en el cuarto trimestre aumentó 8,5% (6,9% un año atrás). En particular, destacó el aumento de las actividades de apoyo al transporte, los servicios de transporte de taxis y de carga de mercancías.

Las actividades de información y comunicaciones y servicios profesionales, así como la de servicios financieros, presentaron mayor crecimiento en comparación con el año anterior.

La aceleración de la actividad de información y comunicaciones se explica por la demanda externa por servicios de informática de las empresas del régimen especial (específicamente, apoyo técnico, desarrollo de programas y consultoría informática), servicios de salas cinematográficas, televisión por cable y convencional, así como de servicios de telefonía móvil e internet.

El crecimiento de los servicios profesionales respondió tanto a la demanda en actividades del régimen definitivo (servicios de publicidad, arquitectura, ingeniería, alquiler de vehículos y de vigilancia privada) como a la demanda externa por servicios de apoyo de empresas del régimen especial. En contraste, hubo una menor demanda de servicios de diseño técnico e investigación y desarrollo.

Finalmente, la actividad de servicios financieros y de seguros aumentó 7,7% (3,3% un año atrás), explicada por: a) el servicio de intermediación financiera, principalmente por el crecimiento de los depósitos en cuenta corriente y ahorro a la vista; b) las comisiones, en especial por el uso de tarjetas de crédito y débito y; c) los ingresos por los servicios de seguros.

Dado el comportamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2024, se estima que en el año el PIB creció 4,3%, lo que significa una revisión al alza de 0,2 p.p. con respecto a lo previsto en el informe de octubre pasado (Cuadro 1).

El crecimiento estimado para el 2024 es superior al promedio histórico registrado en el periodo 2010-2019 (3,8%), previo a la pandemia, y al de los socios comerciales del país en el 2023 y el 2024 (estimado en 2,8% y 2,5%, respectivamente).

La revisión al alza con respecto al informe de octubre considera una mayor demanda externa por productos manufacturados, tanto del régimen definitivo como del especial, así como un crecimiento ligeramente mayor en el gasto de consumo final. Por actividad económica, la mejora señalada se concentró en las actividades de la construcción y la manufactura. En el primer caso, vinculado con la ejecución en el último trimestre del año de proyectos constructivos con destino privado, mientras que, en la manufactura incidió el desempeño en las ventas externas de implementos médicos y productos manufacturados del régimen definitivo.

Cuadro 1. PIB en volumen según componentes del gasto y actividades económicas.

Variación anual en porcentajes y diferencias en p.p.

	Estimación	Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)
	2024	2024	2024
Producto interno bruto	4,3	0,2	4,3
Consumo de hogares	4,0	0,3	2,6
Consumo de gobierno	0,7	0,2	0,1
Formación bruta de capital fijo	4,3	-0,1	0,7
Variación de existencias (% de PIB)	-0,2	-0,2	0,7
Exportaciones	5,8	0,9	2,2
Bienes	8,0	1,2	1,7
Servicios	2,9	0,3	0,5
Importaciones	6,0	0,2	-2,0
Bienes	4,9	-0,3	-1,2
Servicios	9,6	2,1	-0,8
Ingreso disponible bruto real	4,3	0,3	
Ingreso personal disponible bruto real	4,1	0,3	

	Estimación	Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)
	2024	2024	2024
Producto interno bruto	4,3	0,2	4,3
Agricultura	2,0	0,2	0,1
Manufactura	5,5	0,3	0,8
Construcción	3,5	3,7	0,1
Destino privado	3,5	4,2	0,1
Destino público	2,7	-2,4	0,0
Comercio	3,9	0,0	0,4
Transporte y almacenamiento	7,8	0,1	0,3
Hoteles y Restaurantes	5,0	-0,5	0,1
Servicios empresariales	6,7	0,2	0,9
Resto ^{1/}	3,3	0,1	1,6

^{1/}Incluye minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las perspectivas sobre el desempeño de la economía, tanto de los consumidores como de los empresarios, denotan optimismo.

En el cuarto trimestre del 2024, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) elaborado por la Universidad de Costa Rica se ubicó en 52,6, valor superior en 0,9 puntos al del trimestre previo, lo cual evidencia una percepción optimista y relativamente estable en la confianza de los consumidores (Gráfico 12).

El ICC se subdivide en dos subíndices, que miden la percepción de los consumidores sobre el entorno económico actual y futuro. En esta ocasión no se registró un cambio significativo en cuanto a la opinión sobre el futuro, pero sí mejoró la percepción relacionada con el entorno actual⁶⁸.

En contraste, el Índice de Confianza del Agente Económico calculado por el BCCR⁶⁹ se ubicó en 56,9 puntos (3,8 puntos menos que en el trimestre previo), lo que interrumpe la tendencia de seis trimestres consecutivos al alza, aunque continúa en la zona que se corresponde con percepciones optimistas.

Finalmente, para el primer trimestre del 2025 el índice global de expectativas empresariales de la UCR subió 3,1 puntos con respecto al trimestre previo y acumuló 14 trimestres consecutivos con valores superiores a los 50 puntos, lo cual refleja que el optimismo por parte de los empresarios se mantiene.

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



¹Valores por encima de 50 denotan optimismo y por debajo de ese nivel reflejan pesimismo.

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Universidad de Costa Rica.

La tasa de desempleo se mantuvo relativamente estable en los últimos meses del 2024, en un contexto de mayor ocupación y participación en el mercado laboral.

En noviembre, la tasa de desempleo⁷⁰ fue de 7,3%, superior en 0,3 p.p. y 0,1 p.p. con respecto al mes previo y a un año atrás, respectivamente. A pesar del incremento en esta variable, todavía es

⁶⁸ De acuerdo con el Informe del ICC del cuarto trimestre del 2024, una mayor cantidad de personas indicaron que era buen momento para la compra de bienes duraderos para el hogar. No hubo cambios significativos en la opinión sobre la condición económica de los hogares con respecto a un año atrás.

⁶⁹ Los encuestados son académicos vinculados al área económica, analistas económicos y financieros, y empresarios.

⁷⁰ Este indicador relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está compuesta por la fuerza de trabajo que no tenía empleo en la semana de referencia, aunque estaba disponible para participar en la producción de bienes y servicios, y buscó empleo. La fuerza de trabajo es

inferior al promedio histórico⁷¹. La tasa de subempleo se ubicó en 3,4% y mantuvo el comportamiento a la baja (Gráfico 13.A).

La ocupación continuó al alza y alcanzó 2,2 millones de trabajadores, cifra superior en 160 mil personas al nivel registrado en igual lapso del año previo, lo que significó un aumento interanual de 7,8%. Con esto, el nivel de empleo total fue prácticamente igual al registrado a principios del 2020. La tasa de ocupación se ubicó en 52,6%, superior en 3,2 p.p. a la registrada el año anterior (Gráfico 13.B).

El empleo formal (Gráfico 13.C) mostró un mejor desempeño, con un aumento interanual de 5,7%, que ubicó su nivel 15,4 p.p. por encima del registrado en el periodo prepandémico. Por el contrario, el empleo informal continuó lejos del nivel registrado en febrero del 2020 (17,9 p.p. menos), aunque su crecimiento interanual se aceleró durante la segunda mitad del 2024 (11,2% en noviembre). El empleo informal representó 39,0% del total (46,3% en el 2019).

Según grado de calificación (Gráfico 13.D), el empleo de calificación alta fue 14,4 p.p. mayor al valor registrado en febrero del 2020, en tanto que el de calificación media y baja también tendieron al alza, pero sin retornar al nivel de dicho periodo (3,2 p.p. y 4,8 p.p. respectivamente).

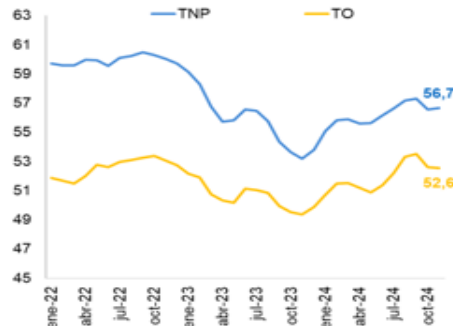
Gráfico 13. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes.

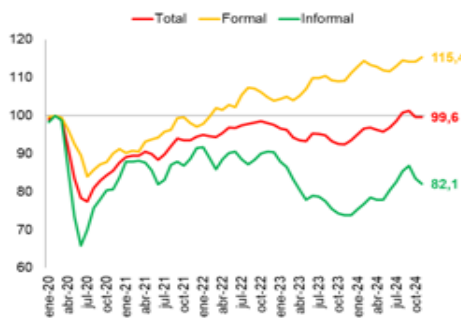
A. Tasa de desempleo y subempleo



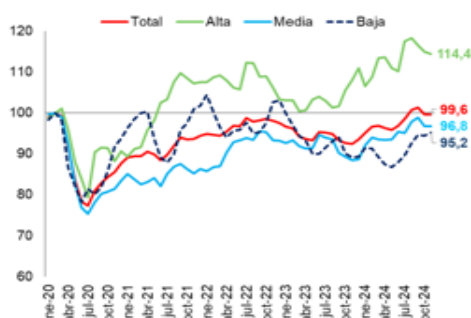
B. Tasa neta de participación y de ocupación



C. Ocupados según formalidad (feb-20=100)



D. Ocupados según calificación (feb-20=100)



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

el conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participó en la producción de bienes y servicios o estaba dispuesta a hacerlo; está conformada por la población ocupada y la desocupada.

⁷¹ Entre 2010 y 2019 (año previo a la pandemia), la tasa de desempleo promedio fue de 9,9%.

La participación laboral también mantuvo un comportamiento creciente en el 2024 y a noviembre se situó en 56,7%, 3,5 p.p. más que en igual mes del año pasado. Este comportamiento es congruente con la trayectoria de la actividad económica, que podría haber influido en las expectativas de los trabajadores acerca de la posibilidad de encontrar empleo en el corto plazo. Además, la recuperación de salarios reales en meses recientes incentiva a una mayor participación en el mercado laboral.

El ingreso real del trabajo moderó su ritmo de crecimiento y mostró heterogeneidad por el tipo de empleador (sector público y privado) y por nivel de calificación de los trabajadores.

La moderación en el ritmo de crecimiento de los ingresos se observó tanto en términos reales como nominales y fue coherente con los resultados de la actividad económica (Gráfico 14.A).

El crecimiento de los ingresos continuó disímil entre los sectores empleadores (Gráfico 14.B). Contrasta el aumento en el ingreso real del sector privado (10 p.p. superior al nivel prepandémico) con la caída en el del sector público (alrededor de 11 p.p. menos que en el periodo previo a la pandemia). Esto indica, por un lado, el buen desempeño de la economía, que permitió una aceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos (por trabajo) del sector privado y, por otro, los efectos de la contención del gasto sobre la dinámica de las remuneraciones de los trabajadores del sector público.

También hay diferencias en los ingresos en función del nivel de calificación. Los ingresos de los trabajadores de calificación media y baja del sector privado subieron (7,8 p.p. y 13,9 p.p. más que en febrero del 2020), en tanto que los de los trabajadores de calificación alta de ese mismo sector si bien registraron un incremento en sus ingresos reales, han tendido a moderarse).

Los ingresos reales de los trabajadores de calificación media y baja del sector público continuaron por debajo al nivel registrado antes de la pandemia, aunque a partir del 2023 tienden a converger hacia ese nivel. En contraste, los ingresos de los trabajadores de calificación alta del sector público se estancaron en 15 p.p. por debajo de lo registrado en febrero del 2020.

La evolución de los ingresos según calificación es congruente con lo observado en crecimiento económico y el nivel de ocupación. La pandemia causó una reducción en la oferta laboral (menor participación), que impactó en mayor medida los trabajos informales. Este comportamiento se ha revertido gradualmente, aunque no de manera completa.

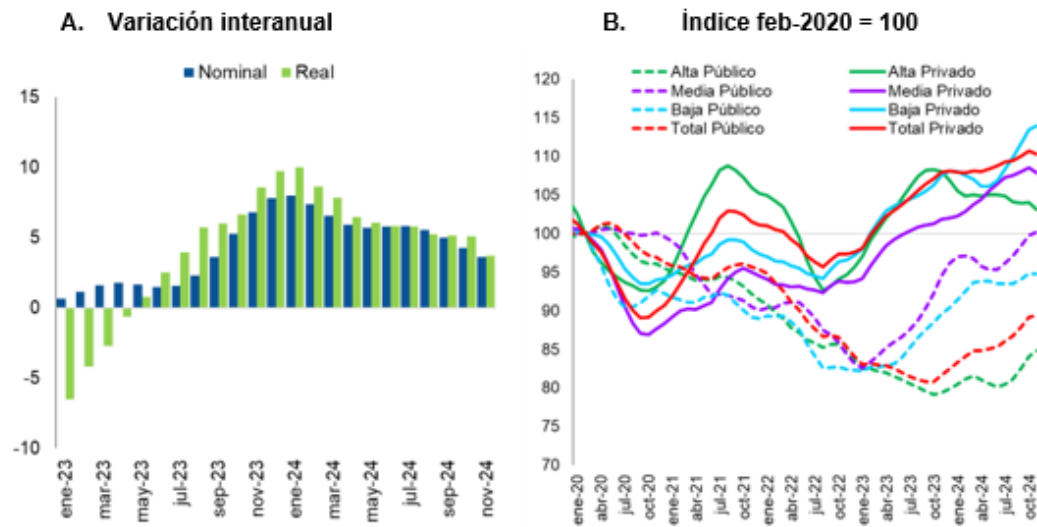
El empleo informal, cuya recuperación es menor, se asocia, en mayor medida, con empleos de calificación baja y media, lo cual contrasta con una economía que, por su ritmo de crecimiento, incrementa la demanda laboral. Como consecuencia, esta dinámica posiblemente explica el mayor crecimiento de los salarios en estos grupos.

En resumen, el comportamiento reciente del mercado laboral es coherente con los resultados comentados para la actividad económica y se refleja en tasas de desempleo inferiores al promedio histórico (9,9% entre 2010 y 2019) y tasas de ocupación y participación al alza. A su vez, los ingresos reales muestran una recuperación, asociada tanto al crecimiento económico como a la contención del choque inflacionario, aunque en el caso del sector público todavía se ubican por debajo del nivel prepandémico.

Finalmente, en el periodo transcurrido entre 2020 y 2024, el nivel de la producción aumentó en forma acumulada más del 20%, mientras que el empleo luego de caer como consecuencia de los efectos económicos de la pandemia alcanzó en la segunda mitad del 2024 el nivel de principios del 2020. Esto permite inferir que ha habido un incremento significativo en la productividad del trabajo⁷². Ello incide favorablemente sobre la capacidad de crecimiento de la economía en el largo plazo y mejora el ingreso de los trabajadores.

Gráfico 14. Ingreso real¹ en la ocupación principal según calificación y sector institucional

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



¹ Cálculos a partir de la serie de tendencia de los ingresos reales.

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

En el cuarto trimestre del 2024, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 0,5% del PIB, con lo cual al término del año alcanzó el equivalente a 1,4% del PIB. Esto último significó una revisión a la baja de 0,3 p.p. del PIB con respecto a lo estimado en octubre (Cuadro 2).

La menor brecha de la cuenta corriente en relación con lo previsto en octubre estuvo determinada, fundamentalmente, por el resultado en la cuenta de bienes, cuyo déficit fue inferior al estimado en 0,7 p.p. del PIB. Ese comportamiento combinó el efecto de un aumento de las exportaciones y una reducción de las importaciones respecto a lo previsto de 0,5 p.p. y 0,2 p.p. del PIB, respectivamente.

Las mayores exportaciones de bienes estuvieron determinadas, en mayor medida, por el desempeño de las ventas externas de las empresas del régimen especial, en particular las de implementos médicos. Adicionalmente, las cifras preliminares de exportaciones del régimen definitivo muestran un crecimiento levemente superior al estimado, tanto de bienes agrícolas como de productos manufacturados.

⁷² El promedio de horas efectivas trabajadas por semana en el periodo 2010-2019 fue de 42,6, mientras que el lapso 2020-2024 fue de 40,6. Por tanto, la mejora en productividad por hora trabajada aumentó.

El menor ritmo de crecimiento de las importaciones en relación con lo previsto para el 2024 estuvo concentrado, primordialmente, en las compras de materias primas y bienes de capital del régimen especial. En el régimen definitivo, se observó un leve ajuste a la baja explicado por el rubro de hidrocarburos, toda vez que en el resto de este régimen se registró un incremento en las compras externas, impulsado en mayor medida, por la adquisición de bienes destinados al consumo.

Cuadro 2. Balanza de pagos de Costa Rica
En millones de USD, como porcentaje del PIB y en puntos porcentuales (p.p.)

	Estimación IV Trimestre 2024		Estimación 2024		Diferencias respecto al IPM octubre 2024 En p.p.
	USD	% del PIB	USD	% del PIB	
I Cuenta corriente	-487	-0,5	-1 335	-1,4	-0,3
A. Bienes	-1 001	-1,0	-4 000	-4,2	-0,7
Exportaciones FOB	5 397	5,7	20 616	21,6	0,5
Importaciones CIF	6 398	6,7	24 616	25,8	-0,2
Hidrocarburos	451	0,5	2 287	2,4	-0,1
B. Servicios	2 358	2,5	10 272	10,8	-0,1
Viajes	683	0,7	3 553	3,7	0,0
C. Ingreso primario	-1 960	-2,0	-8 170	-8,6	0,3
Intereses de la deuda pública externa	-309	-0,3	-1 336	-1,4	0,0
Resto del ingreso primario	-1 640	-1,8	-6 835	-7,2	0,3
D. Ingreso secundario	108	0,0	583	0,6	0,0
II Cuenta de capital	5	0,0	24	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-482	-0,5	-1 311	-1,4	-0,3
III Cuenta financiera	-554	-0,6	-2 231	-2,3	-0,6
Sector público	99	0,1	-273	-0,3	-0,3
Sector privado	-653	-0,7	-1 958	-2,1	-0,3
Pasivos de inversión directa	-1 226	-1,3	-5 123	-5,4	0,3
IV Activos de reserva	72	0,1	920	1,0	-0,3
Saldo de activos de reserva	14 177	14,9	14 177	14,9	-0,3

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En particular, el importe de la factura petrolera en el 2024 fue de USD 2.286,6 millones (USD 451,1 millones en el cuarto trimestre), 0,1 p.p. del PIB inferior a lo previsto en octubre pasado. Esta diferencia combinó el efecto de un menor precio medio para la mezcla de hidrocarburos (1,8%) y de una menor cantidad de barriles importados (2,5%).

El superávit en la cuenta de servicios en el 2024 se estima en USD 10.272,0 millones, equivalente a 10,8% del PIB (10,9% estimado en el informe previo). Esa revisión a la baja fue resultado, principalmente, de los servicios de manufactura (según cifras preliminares para el bimestre octubre-noviembre).

El resultado de la cuenta de viajes estuvo acorde con lo proyectado, a pesar del cierre temporal en noviembre del aeropuerto internacional Daniel Oduber Quirós en Guanacaste debido a deterioros en la pista de aterrizaje.

Los egresos netos por la retribución a los factores productivos (ingreso primario) ascendieron a 8,6% del PIB en el 2024 (2,0% en el cuarto trimestre). Esta cifra significó un ajuste al alza de 0,3 p.p. en relación con lo estimado en el informe previo, debido al incremento en la renta de la inversión directa en el cuarto trimestre, toda vez que los intereses de la deuda pública externa fueron similares a los previstos.

A finales del 2024 el país requirió financiamiento externo neto por un monto equivalente a 2,3% del PIB, razón inferior en 0,6 p.p. del PIB a lo estimado en octubre y congruente con el

menor déficit de la cuenta corriente. Estos influjos permitieron financiar ese déficit y propiciar un incremento de 1,0% del PIB en los activos de reserva.

El menor acceso al ahorro externo con respecto a lo proyectado en el informe anterior respondió, fundamentalmente, a la mayor salida neta de recursos del resto del capital privado (que excluye inversión directa) y el menor financiamiento recibido por los bancos públicos. La inversión directa fue equivalente a 5,4% del PIB, mayor a la estimación de octubre pasado en 0,3 p.p. y, como ha sido usual, en su mayoría fue canalizada a la industria manufacturera, específicamente a empresas de implementos médicos y componentes electrónicos (principalmente semiconductores).

El ahorro externo permitió financiar la brecha negativa conjunta de las cuentas corriente y de capital, acumular activos de reserva en torno a 1,0% del PIB y alcanzar al término de diciembre un saldo de USD 14.177,3 millones, equivalente a 14,9% del PIB (15,2% previsto en octubre). En este contexto, el indicador de seguimiento de reservas internacionales netas (IR) se ubicó en 144,6% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva del BCCR.

En términos de otros indicadores, este monto de reservas equivale a 8,5 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 2,2 veces el saldo de la deuda externa total de corto plazo del país.

En el lapso enero-noviembre del 2024, las finanzas públicas mantuvieron un comportamiento coherente con el objetivo de consolidación fiscal a mediano plazo, a pesar del deterioro registrado en los resultados financieros con respecto a igual periodo del 2023.

Al término de noviembre el Gobierno Central presentó un superávit primario equivalente a 1,2% del PIB y un déficit financiero de 3,2% del PIB; si bien estos resultados son menos favorables que los observados un año atrás (1,8% y -2,5%, en el orden respectivo), continua con resultados primarios positivos, lo cual, por sí mismo, es consecuente con la búsqueda de la sostenibilidad fiscal (Gráficos 15.A).

Los ingresos tributarios acumulados a noviembre crecieron 2,0% (2,6% un año atrás) y representaron 11,9% del PIB⁷³. Por un lado, los ingresos provenientes de aduanas se recuperaron (crecieron 8,9% en contraste con la caída de 7,5% doce meses atrás) y el impuesto único a los combustibles creció 8,9%; estos efectos fueron parcialmente compensados por:

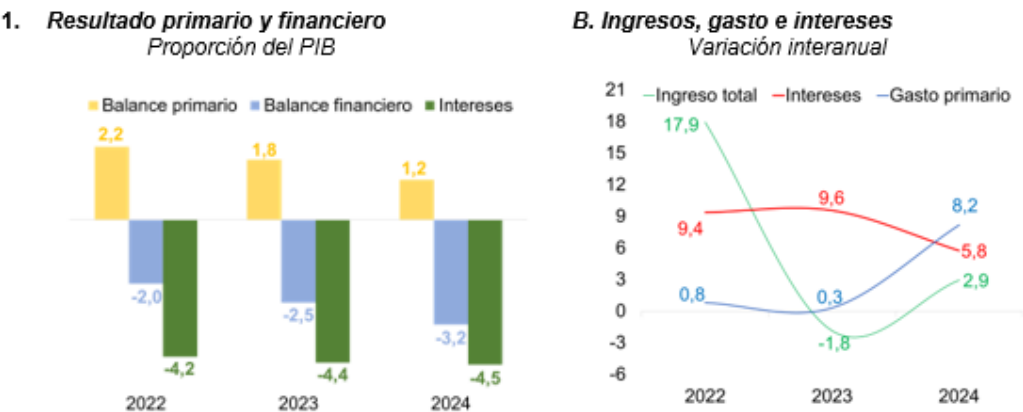
- a. La caída en la recaudación por concepto del impuesto a los ingresos y utilidades, específicamente el correspondiente a personas jurídicas del sector privado, que disminuyó alrededor de 0,3 p.p. del PIB en el 2024 con respecto al año previo.

⁷³ El ingreso tributario en términos del PIB en igual lapso del 2022 y 2023 alcanzó 12,4% y 12,1%, en ese orden. El menor peso relativo en el 2024 podría asociarse, en parte, a la evolución diferenciada del crecimiento económico según régimen de comercio. El esquema tributario introduce incentivos fiscales (exoneración de algunos impuestos) para empresas amparadas a regímenes especiales de comercio, cuya producción en el último quinquenio creció a una tasa media de 13,2% (4,7% la del régimen definitivo); ello aumentó su aporte al crecimiento económico (de 10,1% en 2019 a 13,6% en 2024). Dado este desempeño diferenciado de la actividad económica, el tratamiento tributario desigual introduce retos para los ingresos del Ministerio de Hacienda y, a mediano plazo, riesgos para la sostenibilidad fiscal.

Según lo indicado por el Ministerio de Hacienda (MH), dicho comportamiento respondió a la menor liquidación que realizaron las empresas en marzo del 2024 correspondiente al periodo fiscal 2023, que se concentró en las unidades jurídicas privadas del sector financiero, transporte y agrícola⁷⁴.

- b. La reducción en la recaudación del impuesto a la propiedad, en particular del impuesto a la propiedad de vehículos, que disminuyó en ₡37,8 mil millones (0,1% del PIB 2024) en comparación con el mismo periodo del 2023.

Gráfico 15. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses.
Cifras a noviembre de cada año



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

El gasto total y primario presentaron a noviembre del 2024 un crecimiento de 7,5% y 8,2%, respectivamente, por encima del 2,7% y 0,3% de igual periodo del 2023 (Gráficos 15.B). Este comportamiento obedeció a:

- a. El gasto en remuneraciones, que creció 6,5% (1,7% en el 2023), como resultado del compromiso asumido por el MH de pagar el retroactivo correspondiente al aumento general a la base, pendiente desde el 2020 (aproximadamente ₡92.000 millones).
- b. El aumento en las transferencias corrientes y de capital, de 6,1% y 25%, respectivamente (-0,6% y -0,2% doce meses atrás, en su orden), en especial, por los mayores recursos girados a la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), al Fondo Especial de Educación Superior (FEES), al Banco Hipotecario de la Vivienda (Banhvi), a las Juntas de Educación y a la Comisión Nacional de Emergencias (CNE).

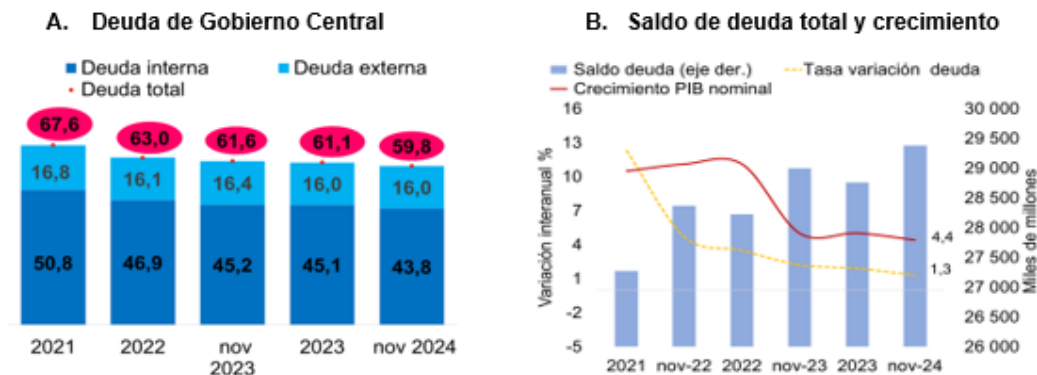
⁷⁴ En el sector financiero la afectación mayor se presentó en tres bancos comerciales; en el sector transporte, en las empresas de apoyo al transporte aéreo y de comercio marítimo, en particular de fletes y manipulación de carga, y en el sector agrícola estuvo asociada a la liquidación por ventas internas y exportaciones (particularmente de piña).

c. El pago de intereses de la deuda, que ascendió a ¢2,2 billones (4,5% del PIB) y significó un incremento de 5,8% interanual, menor en comparación con igual periodo del 2023 y 2022 (9,6% y 9,4%, en ese orden).

La generación de un superávit primario en el último trienio redujo los requerimientos de financiamiento del Gobierno y permitió que la deuda creciera a un ritmo menor que el PIB nominal y que a noviembre del 2024 la razón deuda/PIB disminuyera en 1,8 p.p. en comparación con igual mes del año anterior y se ubicara en 59,8%⁷⁵ (Gráfico 16.A).

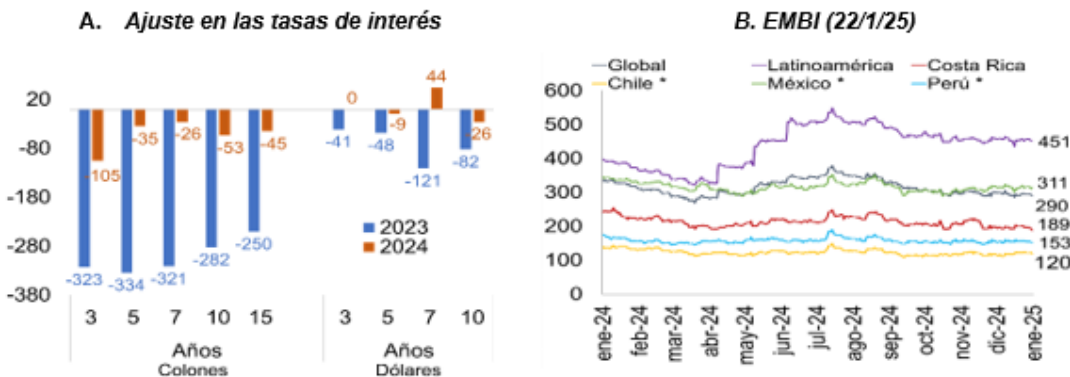
El saldo de la deuda creció 1,3%, tasa inferior al crecimiento de un año antes (2,2%) y al promedio del quinquenio 2019-2023 (9,4%) (Gráfico 16.B).

Gráfico 16. Gobierno Central: saldo de deuda total.
Como proporción del PIB, en millones de colones y tasas de variación



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

Gráfico 17. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central e Indicador de Bonos Emergentes (EMBI)
En puntos base



*Economías con grado de inversión.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

⁷⁵ De acuerdo con datos preliminares suministrados por el MH, al término del 2024 la relación deuda a PIB se ubicó en 59,76%, lo que permitiría en el 2026 aplicar la regla fiscal sobre el gasto corriente y no sobre el gasto total y, además, el porcentaje por aplicar sería de 75% del promedio del crecimiento del PIB nominal. Sin embargo, dada la cercanía de este resultado al 60%, existe el riesgo de que medidas que incidan negativamente sobre el resultado primario en el 2025 o bien condiciones financieras adversas atenten contra la sostenibilidad de la deuda en valores inferiores al 60% del PIB.

La consolidación fiscal contribuyó a mejorar la confianza de los agentes económicos en la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones, lo que se manifestó en una reducción de las tasas de interés asignadas en el mercado primario de deuda durante el 2024⁷⁶ (Gráfico 17.A). En igual sentido, la percepción sobre el riesgo soberano no solo bajó a lo largo del año sino también es mejor que para el promedio latinoamericano y de algunas economías de la región con calificaciones crediticias superiores, tal como se aprecia en el indicador de bonos de mercados emergentes, EMBI por sus siglas en inglés (Gráfico 17.B).

1.2.3 Condiciones monetarias

El Banco Central estima que el comportamiento de los agregados monetarios al término de diciembre del 2024 no generará presiones inflacionarias que excedan la meta de inflación en los próximos 24 meses.

Al término del 2024⁷⁷ la base monetaria aumentó 8,7%, expansión determinada, principalmente, por el efecto monetario de la compra neta de dólares efectuada por el BCCR en el mercado cambiario, el pago de intereses sobre los instrumentos de captación en moneda nacional y la caída en el saldo de los depósitos electrónicos a plazo. Esos movimientos fueron parcialmente compensados por la colocación neta de bonos de estabilización monetaria y el aumento tanto en el saldo del fondo general del Gobierno en colones como de los depósitos en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

El ahorro financiero, aproximado por los agregados monetarios amplios, durante el 2024 mostró tasas de variación coherentes con el crecimiento de la actividad económica y la meta de inflación, por lo cual se considera que su comportamiento no incuba presiones inflacionarias por encima de dicha meta.

La liquidez total y la riqueza financiera crecieron, en promedio, a una tasa interanual al término del año en torno a 6,5%, en tanto que el medio circulante (M1) amplio se aceleró, de 6,8% en diciembre del 2023 a 11,3% un año después, lo cual puso de manifiesto la mayor preferencia de los ahorrantes por depósitos altamente líquidos en colones (Gráfico 18.A). Este comportamiento guarda relación con el menor costo de oportunidad de mantener instrumentos con bajo o nulo rendimiento, dada la reducción de las tasas de interés pasivas en colones⁷⁸ y los bajos niveles de inflación observados desde el segundo semestre del 2023.

La disminución de las tasas de interés pasivas en colones, unida al comportamiento en las tasas pasivas en dólares y las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), ubicó el premio por ahorrar en moneda nacional en valores negativos a lo largo del año (Gráfico 18.B).

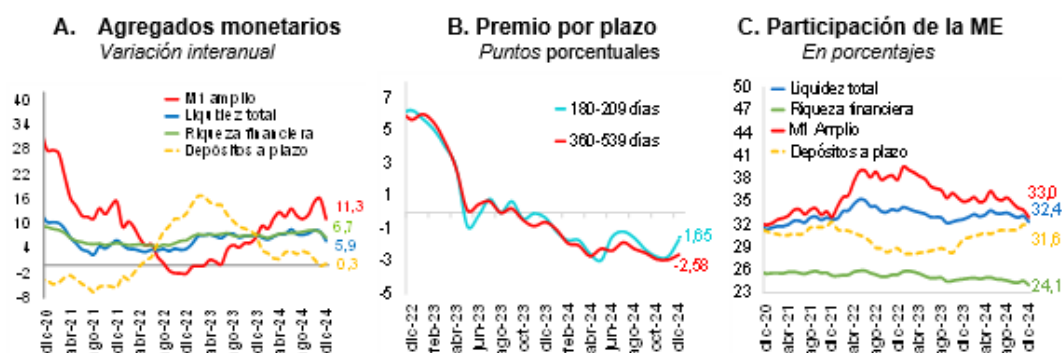
⁷⁶ El ajuste a la baja en las tasas de interés fue de entre 26 y 105 p.b. para todos los plazos en colones y entre 9 y 26 p.b. en moneda extranjera, si se toman como referencia los rendimientos asignados entre diciembre del 2023 y diciembre del 2024.

⁷⁷ Considera información del BCCR y de los intermediarios financieros (preliminar) al 31 de diciembre del 2024. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y del crédito al sector privado excluyen el efecto de la variación en el tipo de cambio.

⁷⁸ Las reducciones de la TPM desde marzo del 2023 y hasta el 31 de diciembre de 2024 (500 p.b.) se han trasladado principalmente a las tasas de interés pasivas.

Los valores negativos del premio por ahorrar en colones⁷⁹ han incidido en la dolarización del ahorro a plazo. Así, al término de diciembre del año anterior la captación a plazo en moneda extranjera registró un crecimiento anual de 5,6% mientras que en colones se contrajo en 2,0%; con ello la participación relativa del componente en moneda extranjera de dichos depósitos aumentó en 1,6 p.p. en el año⁸⁰ y 0,4 p.p. en el último trimestre del 2024 (Gráfico 18.C).

Gráfico 18. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado (CSP) total evolucionó acorde con el nivel de transacciones en la economía y la meta de inflación. Si bien la preferencia por operaciones en moneda extranjera fue evidente, esta mostró una desaceleración en los últimos meses del año.

El crédito al sector privado (CSP) total evolucionó acorde con el nivel de transacciones en la economía y la meta de inflación. Si bien la preferencia por operaciones en moneda extranjera fue evidente, esta mostró una desaceleración en los últimos meses del año.

El CSP mostró a finales del 2024 un crecimiento anual de 7,5% (6,4% en el 2023), similar al crecimiento compuesto de la actividad económica y la meta de inflación⁸¹. El crecimiento se observó tanto en moneda nacional como extranjera, pero fue mayor en esta última (Gráfico 19.A). Sin embargo, el financiamiento en moneda extranjera evidenció una desaceleración en su ritmo de crecimiento desde setiembre.

Si se ignora el riesgo cambiario, la mayor demanda de crédito en dólares fue incentivada por el encarecimiento relativo del financiamiento en colones. El comportamiento de las tasas activas en colones y en dólares y la evolución de las expectativas de variación cambiaria (mercado) llevó a que el costo en exceso por endeudarse en colones fuera positivo y se ubicara en 163 p.b. como promedio para el 2024.

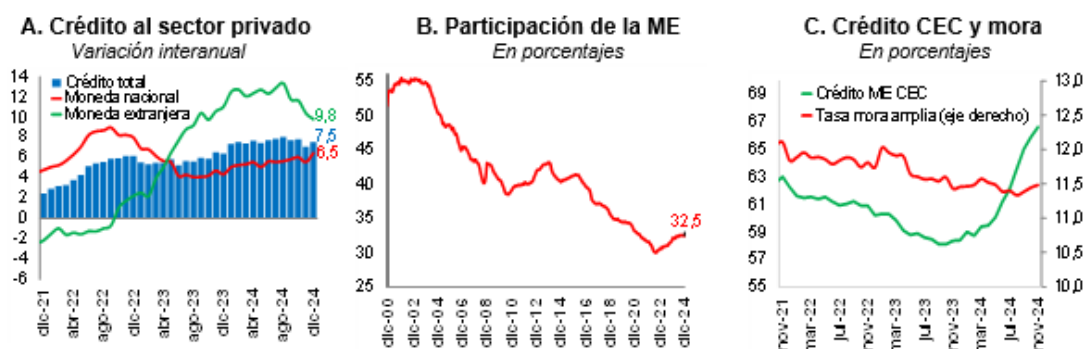
⁷⁹ Principalmente por el comportamiento de las expectativas de variación cambiaria, toda vez que en el 2024 las tasas de interés nominales en colones fueron, en promedio, mayores a las correspondientes en dólares en cerca de 138 p.b.

⁸⁰ En los agregados monetarios amplios no hay evidencia de un proceso de dolarización. La participación relativa del componente en moneda extranjera en la liquidez total y en la riqueza financiera total disminuyó en torno a 0,6 p.p. en el 2024.

⁸¹ El incremento gradual en la profundización financiera lleva a que el agregado financiero tienda a crecer a un ritmo mayor que el crecimiento del PIB nominal.

Como resultado del mayor dinamismo del crédito en moneda extranjera, su participación relativa dentro del total ascendió a 32,5% al término del 2024, 0,7 p.p. por encima de lo observado un año atrás (Gráfico 19.B), lo cual aumenta la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario, especialmente si el crédito se concede a personas con exposición cambiaria (CEC)⁸². En este sentido, cabe mencionar que la proporción del crédito en moneda extranjera otorgado a deudores con exposición cambiaria aumentó 8,3 p.p. en los doce meses terminados en noviembre del 2024⁸³ (Gráfico 19.C).

Gráfico 19. Crédito del sistema financiero (total y por monedas)¹, participación relativa de la moneda extranjera (ME), participación relativa del crédito en ME con exposición cambiaria (CEC) y tasa de mora amplia



¹ Cifras sin efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica y Sugef.

Según las fuentes y usos de recursos, en el 2024 el crédito en moneda extranjera fue atendido con fondos provenientes de la captación del público y la reducción de activos externos, en tanto que, en colones, si bien la principal fuente fue el incremento en la captación, también contribuyó la reducción de la tenencia de títulos fiscales por parte de los intermediarios financieros. Por actividad económica, cerca de 86%⁸⁴ del crédito se concentró en consumo, vivienda, servicios y comercio, hecho que aumenta la exposición del sistema financiero y limita el financiamiento a otras actividades.

A noviembre del 2024, la morosidad de la cartera crediticia del Sistema Financiero Nacional aumentó en comparación con igual mes del año previo. El indicador de morosidad mayor a 90 días y en cobro judicial se ubicó en 2,1% (1,9% en noviembre del 2023). No obstante, el indicador de mora amplia del Sistema Bancario Nacional (que incluye la mora regulatoria, los créditos liquidados y los bienes recuperados) se mantuvo relativamente estable en el 2024, para ubicarse en promedio en 11,5% (Gráfico 19.C)⁸⁵.

⁸² Según el Reglamento sobre Administración Integral de Riesgos (Acuerdo Sugef 2-10), a partir de enero del 2023 el deudor de un crédito en moneda extranjera califica como "sin exposición a riesgo cambiario" si dispone de una cobertura natural o financiera contra ese riesgo, que debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito. La cobertura natural ocurre cuando el deudor tiene un flujo regular de ingresos en la misma moneda de la(s) operación(es), en tanto que la financiera ocurre si dispone de un derivado financiero para cubrirla.

⁸³ Dicha proporción pasó de 58,4% en noviembre del 2023 a 66,6% en igual mes del 2024.

⁸⁴ En octubre del 2024, el crédito en colones se concentró en las actividades de consumo (43,5%) y vivienda (28,8%), mientras que en dólares fue en servicios (27,0%), vivienda (24,0%) y comercio (13,8%).

⁸⁵ El indicador de mora amplia se ubicó en febrero del 2020 (mes previo a la declaratoria de la pandemia en Costa Rica) en 11,3%.

“El buen funcionamiento de ese organismo, pues, constituye la principal garantía económica que necesita el pueblo. Por eso, el primer artículo de mi moción dice así: “Habrá un organismo técnico encargado de la regulación del numerario con ajuste a la ley de la moneda. Me parece que esta institución debe figurar separadamente en la Carta”

Diputado Juan Trejos Quirós, página 3 del Acta 131.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

Entre enero del 2024 y enero del presente año, la Junta Directiva del BCCR redujo el nivel de la TPM en cinco ocasiones, por un acumulado de 200 p.b. para ubicarla en 4,0% a partir del 18 de octubre pasado. Estas decisiones, que se sustentaron en el análisis del comportamiento reciente de la inflación y de la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la valoración de los riesgos que condicionarían la proyección de inflación, permitieron ubicar a la TPM en el rango de neutralidad de la política monetaria.

En el 2024 y lo transcurrido del año en curso, el sistema financiero nacional ha presentado una condición holgada de liquidez. Esos excesos han estado contenidos en instrumentos del BCCR, mayoritariamente en operaciones de muy corto plazo en el Mercado integrado de liquidez (MIL) y bajaron de manera significativa en lo transcurrido del presente año, por la cancelación prevista de buena parte del crédito, concedido por el BCCR al sistema financiero, para mitigar los efectos de la pandemia.

Esa liquidez se ha originado, en buena medida, en el efecto expansivo asociado a la compra de divisas efectuada por el BCCR, la cual se dio en un contexto de un mercado privado de cambios más superavitario.

2.1. Tasa de política monetaria

El Banco Central ejecuta su política monetaria sobre la base de un esquema de meta de inflación, en el que utiliza la TPM como el principal instrumento para controlar la inflación.

Con cambios en el nivel de la TPM establece su postura de política y procura influir en el comportamiento de las expectativas de inflación, al tiempo que busca controlar las presiones de demanda agregada.

Entre el 18 de enero del 2024 y el 23 de enero del 2025⁸⁶, la Junta Directiva redujo la TPM en cinco ocasiones, por un acumulado de 200 p.b.: 25 en la reunión de política monetaria del 18 de enero del 2024, 50 en las reuniones del 21 de marzo y del 25 de abril, 50 en la reunión del 19 de setiembre y 25 p.b. en la del 17 de octubre.

Esas reducciones formaron parte de un proceso, gradual y ordenado, de ajuste a la baja en dicho indicador iniciado el 15 de marzo del 2023 y que ha ubicado a la TPM en el rango de neutralidad de la política monetaria. Entre esta última fecha y enero del 2025, la disminución acumulada de la TPM fue de 500 p.b., con lo cual se ubicó en 4,0% anual.

⁸⁶ En este lapso hubo 9 reuniones de política monetaria.

En las reuniones de diciembre pasado y enero del año en curso⁸⁷, la Junta Directiva del BCCR consideró que, dados los rezagos en la transmisión de la política monetaria, era prudente dar espacio para que las tasas de interés activas para algunas actividades terminen de incorporar las reducciones recientes en la TPM, por lo cual decidió mantener sin cambio el nivel de la TPM (4,0%). Estas decisiones se sustentaron en el análisis de la coyuntura económica local e internacional y del comportamiento prospectivo de la inflación y sus determinantes, así como el efecto sobre estas variables del aumento en la incertidumbre.

Particularmente, de los argumentos que fundamentaron la última decisión destaca lo siguiente:

1. Crecimiento económico mundial estimado para el bienio 2025-2026 (3,3% anual) similar al del año anterior, acompañado de un proceso desinflacionario y de relajación de la política monetaria más lento de lo previsto meses atrás, por lo cual las tasas de interés internacionales permanecerían altas por más tiempo.
2. Crecimiento alto de la actividad económica nacional (4,5% interanual según el Índice Mensual de Actividad Económica de noviembre del 2024, y promedio anual de 4,3%). Consecuente con lo anterior, el mercado laboral muestra tasas de desempleo inferiores al promedio histórico, tasas de ocupación y participación al alza y crecimiento real de los salarios.
3. La inflación general en diciembre pasado (0,8%) fue la mayor tasa interanual en los últimos 19 meses, y es poco probable que la inflación general retorne a valores negativos. Por otra parte, la inflación subyacente en ese mes se ubicó en 0,9%, lo que señala la ausencia de presiones inflacionarias de demanda agregada, inferiores a la meta.
4. Las expectativas de inflación a 12 y 24 meses permanecen dentro del rango definido alrededor de la meta de inflación y los modelos de proyección del BCCR sugieren el ingreso de la inflación general y subyacente al rango de tolerancia hacia el tercer trimestre del 2025.

Dada la reducción de 500 p.b. en la TPM entre marzo del 2023 y octubre del 2024, así como el comportamiento de las expectativas de inflación, se estima que la TPM se ha ubicado en el rango de neutralidad de la política monetaria.

Lo anterior, junto con los rezagos que existen en la transmisión de la política monetaria, llevaron a la Junta Directiva a considerar que era prudente dar el espacio necesario para que las tasas de interés activas para algunas actividades terminen de incorporar las reducciones antes comentadas en la TPM. Al respecto, cabe señalar que, según el estudio realizado por el BCCR en Barquero-Romero, J. (2024)⁸⁸, sobre la transmisión de los cambios en la TPM a las tasas de interés del sistema financiero muestra que el traspaso es incompleto y heterogéneo entre actividades económicas (Recuadro 2).

⁸⁷ Reuniones de política monetaria del 19 de diciembre del 2024 y del 23 de enero del 2025.

⁸⁸ Barquero-Romero, J. (2024). [La transmisión de la tasa de política monetaria en Costa Rica, 2018 a 2024](#).

Documento de Investigación Nota Técnica 06-2014 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

A partir del análisis prospectivo realizado, la Junta Directiva dispuso mantener el nivel de la TPM en 4,0% anual y reiteró su compromiso con una inflación baja y estable, de manera que realizará los cambios necesarios en la TPM, de forma oportuna y en la dirección que corresponda, cuando las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos lo requieran.

Por último, es importante señalar que el BCCR considera relevante mantener una comunicación permanente con la ciudadanía, con el fin de presentar su posición sobre la evolución de la economía nacional y, especialmente, hacer del conocimiento público la estrategia de política monetaria empleada para tratar de ubicar la inflación en un nivel congruente con la meta. En esa línea, a lo largo del 2024 y en lo transcurrido del presente año, el Banco ha realizado conferencias de prensa para explicar sus decisiones de política monetaria y para presentar el Informe de Política Monetaria. Además, ha participado en forma activa en las redes sociales y recientemente habilitó un “podcast” denominado Enfoque Central que se puede consultar en la plataforma “*Spotify*”.

Recuadro 2. Transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas activas en Costa Rica, 2018 -2024

En el contexto del esquema de meta de inflación⁸⁹, la Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco Central de Costa Rica (BCCR) para conducir su política monetaria. Por tanto, es necesario que las modificaciones en este indicador se transmitan al resto de tasas de interés de la economía, que son las que inciden en las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos. Un aumento en la TPM reduciría la demanda agregada y, en última instancia, disminuiría la inflación, variable objetivo de esta política, en tanto que una disminución tendría el efecto opuesto (estimula la demanda agregada lo que eventualmente presionaría la inflación al alza).

En este recuadro se resumen y actualizan algunos de los resultados del análisis realizado por el BCCR en el 2024 sobre la intensidad y velocidad con la cual los cambios en la TPM se transmiten hacia las demás tasas de interés de la economía⁹⁰. Para la estimación se utilizaron modelos de vectores de corrección de errores (VECM, por sus siglas en inglés) en los que cada tasa de interés activa se explica solo como función de la TPM. Cuando dos o más variables tienen una relación estable a largo plazo, el VECM permite estimar dicha relación y analizar cómo las variables se ajustan a ella cuando se desvían en el corto plazo. Adicionalmente, se utiliza este modelo para aproximar el tiempo necesario para que el traspaso estimado se complete⁹¹.

Para estimar el modelo se utilizaron datos semanales de las tasas de interés activas en moneda local de mercado (aquellas efectivamente aplicadas a los créditos) desde la primera semana del 2018⁹² hasta la primera semana de diciembre del 2024⁹³. Estas tasas las calcula el BCCR a partir

⁸⁹ Adoptado oficialmente en enero del 2018.

⁹⁰ Barquero (2024). La transmisión de la tasa de política monetaria en Costa Rica, 2018-2024. Este estudio abarcó el periodo que va desde la primera semana de enero de 2018 hasta la última de setiembre de 2024.

⁹¹ Hendry, D. (1995) Dynamic Econometrics. Oxford University Press, United Kingdom. pp. 211-217, 286-288.

⁹² Los indicadores Tasa activa negociada y Tasa pasiva negociada son calculados y publicados por el BCCR desde enero del 2018.

⁹³ La metodología de cálculo de las tasas activas negociadas consiste en un promedio ponderado de las tasas de interés activas de todas las operaciones de crédito formalizadas durante la semana, entre los deudores y los distintos grupos de intermediarios financieros que conforman las otras sociedades de depósito (OSD, son las sociedades y

de datos proporcionados por las entidades financieras supervisadas por Sugef, y es posible agruparlas tanto por actividad económica como por tipo de entidad: cooperativas, financieras, mutuales y bancos ya sean públicos o privados, que en conjunto conforman las Otras sociedades de depósito (OSD). En este recuadro, se hará referencia al traspaso hacia las tasas activas de las OSD en general y hacia la de los bancos (públicos o privados) en particular.

Es importante recalcar que el análisis se enmarca en un período en el que el BCCR utilizó la TPM de forma muy activa. Desde finales del 2019 el BCCR inició un proceso de relajamiento de la política monetaria que se profundizó durante el 2020, con el fin de contrarrestar los efectos negativos de la menor actividad económica, hasta alcanzar el nivel histórico más bajo de la TPM. Posteriormente, a partir de los últimos meses del 2021 y durante el 2022, el BCCR incrementó la TPM de manera acelerada para contrarrestar el efecto de choques inflacionarios asociados, entre otros, al rápido incremento de la demanda posterior a la pandemia, a la guerra entre Rusia y Ucrania y el aumento en los costos internacionales de transporte marítimo. Finalmente, a partir de marzo del 2023 y hasta la actualidad, el BCCR ha movido su política monetaria hacia condiciones cada vez menos restrictivas, dado que la inflación se ha reducido y desde mayo de 2023 se ubica por debajo del rango de tolerancia alrededor de la meta.

Los estudios previos sobre la transmisión de la política monetaria para el caso de Costa Rica⁹⁴ encontraron que el traspaso no es unitario para la mayoría de las tasas de interés, pero que la velocidad de dicho traspaso se ha incrementado con el tiempo. Además, se determinó que existen diferencias en el traspaso tanto en función de la naturaleza del banco (público o privado) como en el tipo de tasa de interés (activa o pasiva).

Resultados

El cuadro 2.1 muestra el coeficiente de traspaso de la TPM hacia las tasas activas de las OSD y hacia la tasa básica pasiva (TBP⁹⁵). El coeficiente es la medida, en puntos base (p.b.), en que una tasa de interés responde ante un cambio de 100 p.b. en la TPM.

De los resultados mostrados se concluye que el rango del traspaso en las tasas activas oscila entre 12 p.b. (actividades inmobiliarias) y 52 p.b. (construcción) por cada 100 p.b. de variación en la TPM. Los coeficientes estimados son estadísticamente significativos para la mayoría de las tasas (TBP, agricultura, industria, construcción, actividades inmobiliarias, comercio, transporte, servicios de turismo, otras actividades y activa negociada).

En el mismo cuadro se muestra el tiempo, en semanas, que tarda en completarse ese traspaso. Por ejemplo, en el caso de la TBP el coeficiente estimado de traspaso es de 40 p.b., por lo que el tiempo que se presenta corresponde al número de semanas que tarda en completarse el cambio de

cuasi sociedades financieras residentes, excepto el Banco Central, cuya actividad principal es la intermediación financiera). La ponderación se basa en el monto de cada transacción según la actividad económica correspondiente.

⁹⁴ Estos estudios abarcaron un periodo de flexibilidad cambiaria creciente; es decir, la transición desde un régimen de banda cambiaria hasta flotación administrada. En Barquero (2024) se presenta una recopilación de estas investigaciones.

⁹⁵ Se incluye la tasa básica pasiva (TBP) en el análisis, ya que, a pesar de ser un indicador del costo de las captaciones, es utilizada como referencia para un porcentaje importante de los créditos con tasa variable en el sistema financiero (Barquero y Orane, 2015). Así, mientras la TBP captura el efecto de movimientos de la TPM sobre la tasa de interés de los créditos vigentes (aprobados en períodos previos), la tasa activa negociada (TAN) refleja el comportamiento de las tasas de interés de los nuevos créditos.

40 p.b. en la TBP. Este indicador se conoce como la velocidad de traspaso. En este análisis se observa que el tiempo de traspaso varía entre 13 semanas (aproximadamente 3 meses) para la TBP y comercio, y hasta 26 semanas (6 meses) para la tasa de otras actividades.

Cuadro 2.1 Otras sociedades de depósito. Coeficiente de transmisión de la TPM a las tasas activas y velocidad de ajuste^{1/}
Periodo 2018-2024

Actividades	Traspaso (en puntos porcentuales)	Velocidad (en semanas)
TBP	0,40 ***	13
Agricultura	0,44 ***	15
Industria	0,51 ***	10
Construcción	0,52 ***	25
Actividades inmobiliarias	0,12 ***	20
Comercio	0,30 ***	13
Transporte	0,46 ***	22
Servicios de turismo	0,37 ***	16
Otras actividades	0,31 ***	26
Activa negociada (TAN)	0,49 ***	16

^{1/}Nivel de significancia: 0,01%==*. No se muestran los resultados para tasas de consumo, con y sin tarjeta, puesto que no son significativos al 10%.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica.

En el cuadro 2.2 se presentan las estimaciones por estructura de propiedad de los bancos, públicos y privados. En la mayoría de las actividades el traspaso es más fuerte en los bancos privados que en los públicos, con excepción de las tasas de interés para construcción y para otras actividades.

Cuadro 2.2 Bancos públicos y privados. Coeficiente de transmisión de la TPM a las tasas activas¹
Periodo 2018-2024

Actividades	Bancos Públicos	Bancos Privados
Agricultura	0,32 ***	0,68 ***
Industria	0,32 ***	0,68 ***
Construcción	0,33 ***	0,17 ***
Actividades inmobiliarias	0,16 ***	-0,07
Comercio	0,22 ***	0,61 ***
Transporte	0,39 ***	0,71 ***
Servicios de turismo	0,31 ***	0,46 ***
Otras actividades	0,76 ***	0,28 **
Activa negociada (TAN)	0,27 ***	0,79 ***

¹Nivel de significancia: 0,01%==*, 0,05=**. No significativo al 10%= -. No se muestran los resultados para tasas de consumo, con y sin tarjeta, puesto que no son significativos al 10%.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica.

Un resultado adicional que surge de este análisis es que, al examinar los coeficientes de traspaso hacia las tasas relacionadas con el consumo, con y sin tarjeta de crédito, estos no son estadísticamente significativos. Por tanto, no se puede afirmar que existe transmisión de la TPM hacia dichas tasas. Dado que la cartera de consumo representa, en promedio, el 25% de la cartera total del sistema bancario y 33% de la del sistema financiero, y en buena parte está denominada en moneda nacional. Lo anterior limita la transmisión de la política monetaria y, por tanto, constituye un desafío para su efectividad.

En el cuadro 2.3 se presentan los coeficientes de traspaso de largo plazo de la TPM hacia las tasas de interés de las diferentes actividades económicas para dos intervalos de tiempo específicos. El primer intervalo corresponde al periodo entre diciembre del 2021 y febrero del 2023 en el cual, en respuesta al rápido incremento en el nivel de precios local y las expectativas de inflación, la TPM se ajustó fuertemente al alza de forma oportuna.

El segundo período abarca de diciembre del 2022 a la primera semana de diciembre del 2024, periodo en el que, debido a la reducción en los indicadores de inflación, la política monetaria se tornó menos restrictiva, con disminuciones paulatinas en la TPM. Esta división de períodos se basa en la dirección de los cambios de la TPM y permite evaluar de forma sencilla si las tasas de interés de mercado reaccionan diferente, en términos de la magnitud y velocidad del traspaso, ante reducciones y ante aumentos en la TPM⁹⁶.

Cuadro 2.3 Otras sociedades de depósito. Estimaciones del coeficiente de traspaso para períodos seleccionados¹

Actividades	De 12/2021 a 02/2023		De 12/2022 a 12/2024	
	Coeficiente	Velocidad	Coeficiente	Velocidad
TBP	0,44	13	0,54	14
Agricultura	0,60	12	0,52	18
Industria	0,78	7	0,55	12
Construcción	0,51	25	0,18	26
Actividades Inmobiliarias	0,32	17	0,26	22
Comercio	0,62	12	0,47	13
Transporte	0,44	21	0,41	22
Servicios de Turismo	0,57	14	0,32	17
Otras Actividades	0,77	26	0,34	26
Activa Negociada (TAN)	0,52	14	0,14	17

¹ Nota: todos los coeficientes son significativos al 1%.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los resultados muestran que, en general, la transmisión de la TPM hacia las tasas activas del grupo de intermediarios que conforman las OSD es menor ante reducciones en la TPM (periodo de 12/2022 a 12/2024) que ante incrementos (periodo de 12/2021 a 02/2023), mientras que en el caso de la TBP ocurre lo contrario⁹⁷. Además, la velocidad de la transmisión es mayor ante aumentos en la TPM que ante reducciones.

⁹⁶ Existe un período de pausa en los incrementos de la TPM antes de las primeras reducciones entre diciembre 2022 y febrero 2023. Este período se incluye en ambas muestras ya que en ese momento no era clara la dirección de los cambios futuros. Adicionalmente, se realizan estimaciones con diferentes muestras, ya sea que incluyan o excluyan ese período, y los resultados no son estadísticamente diferentes.

⁹⁷ Por su parte la TAN y la tasa para consumo no muestran resultados significativos.

Este resultado coincide con lo evidenciado por estudios anteriores (Barquero-Romero, Loaiza-Marín y Mendoza-Fernández, 2021), los cuales indican que, ante aumentos en la TPM la transmisión es mayor hacia las tasas activas y ante reducciones en ese indicador la transmisión es mayor hacia las tasas pasivas, movimientos que tenderían a aumentar el margen de intermediación financiera.

Conclusiones

En este recuadro se presentaron los resultados del traspaso de la TPM hacia las tasas activas que ofrecen las Otras sociedades de depósito (OSD) en general, y los bancos, públicos y privados, en particular. En este estudio, la principal novedad es que se utilizaron datos semanales de las tasas de interés efectivamente otorgadas por los intermediarios financieros a sus clientes, que están disponibles desde enero del 2018.

En general, se concluye que el traspaso de la TPM hacia las tasas de interés activas de las OSD es incompleto y heterogéneo entre actividades económicas. En promedio la transmisión ronda los 50 p.b. por cada 100 p.b. de cambio en la TPM, y se alcanza transcurridas 16 semanas, aproximadamente 4 meses. Si se compara con los resultados de estudios que utilizaron información previa al 2018 (Barquero y Cendra, 2020), la velocidad de la transmisión es ahora mayor⁹⁸.

Además, otra característica del proceso de transmisión de la TPM es la asimetría. En periodos de ajustes al alza en la TPM, la transmisión de la señal de política es mayor y se manifiesta con mayor velocidad que durante periodos de reducciones en este indicador.

Cuando se analiza este fenómeno por grupo de bancos, se observa que la transmisión de la TPM hacia las tasas activas es mayor en los bancos privados que en los bancos públicos.

Por último, no se encontró evidencia estadísticamente significativa para afirmar que cambios en la TPM se transmitan a las tasas de interés para el consumo (con o sin tarjetas de crédito). Este resultado es importante para el BCCR, ya que representa una limitación en la efectividad de la TPM (su principal instrumento de política) para el control de la inflación, puesto que la señal que envía no llega a un porcentaje elevado del mercado crediticio.

Los resultados sobre el proceso de transmisión de la TPM a las tasas activas en Costa Rica comentados anteriormente son reflejo de algunas de las características de la organización industrial en el sistema financiero costarricense, que limitan un proceso más competitivo de formación de precios, en este caso, tasas de interés.

Referencias

Barquero-Romero, J. (2024) la transmisión de la tasa de política monetaria en Costa Rica, 2018 a 2024. Documento de Investigación Nota Técnica 06-2024 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

⁹⁸ En este caso la información utilizada correspondía a tasas anunciadas, con periodicidad mensual y agregadas según tipo de banco (públicos o privados).

Barquero-Romero, J. & Cendra-Villalobos, L. (2020). Traspaso de la tasa de política monetaria en Costa Rica de 2000 a 2018. Documento de Investigación DI-01-2020 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

Barquero-Romero, J., Loaiza-Marín, K. & Mendoza-Fernández, L. (2021). Evidence of Incomplete Monetary Policy Transmission in a Non-Competitive Banking Sector: The Case of Costa Rica. Documento de Investigación DI-04-2021 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

Barquero-Romero, J. & Orane-Hutchinson, A. (2015) El orden de propagación de cambios en la tasa de política del Banco Central sobre las tasas de interés del sistema financiero en Costa Rica. Documento de Investigación DI-03-2015 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

Hendry, D. (1995) Dynamic Econometrics. Oxford University Press, United Kingdom. pp. 211-217, 286-288.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

El excedente promedio diario de liquidez en el sistema financiero, medido con base en la captación neta del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), ascendió durante el 2024 a ₡1.079,0 miles de millones (₡720,8 miles de millones un año atrás) y, particularmente en los primeros 22 días de enero del presente año ese promedio fue de ₡699,0 miles de millones (Gráfico 20.A).

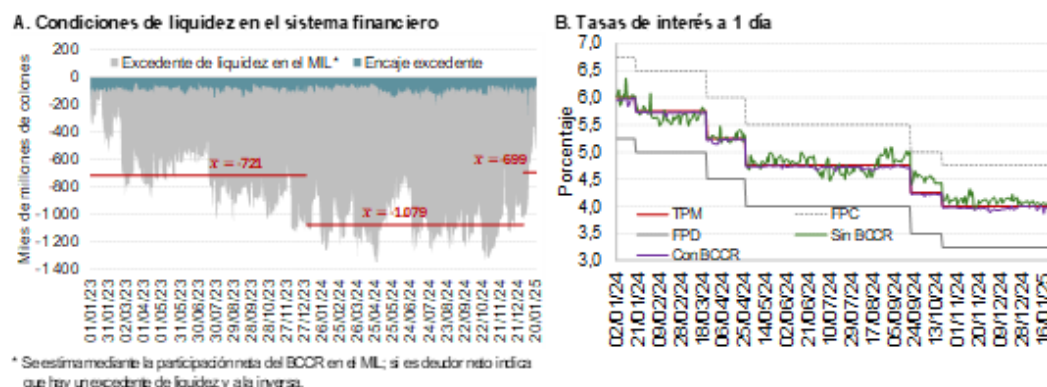
El comportamiento de la liquidez en el 2024 y en lo que transcurre del 2025 fue determinado mayormente, por el efecto monetario resultante de la compra neta de divisas del BCCR (equivalente a ₡1.012,6 miles de millones) y del pago de intereses sobre su deuda (alrededor de ₡300 mil millones⁹⁹). Estos efectos fueron esterilizados, en buena medida, mediante la colocación de bonos de estabilización monetaria, cuyo saldo al 22 de enero último aumentó en ₡937,7 miles de millones con respecto al término del 2023 y, la cancelación de la facilidad de crédito concedida por el BCCR en respuesta a los efectos económicos de la pandemia¹⁰⁰, concentrada en enero del año en curso.

Las tasas de interés del MIL a un día plazo se han ajustado a las disminuciones de la TPM. Al 22 de enero del presente año, el indicador de tasas de interés que incluye las operaciones del BCCR registró una brecha con respecto a la TPM de 3 p.b. mientras que la brecha asociada al indicador que las excluye fue de 12 p.b. (Gráfico 20.B). Esta última brecha se amplió a partir de la segunda quincena de agosto debido, principalmente, a cambios en la posición neta de algunos bancos públicos y privados que presionaron al alza las tasas de interés; no obstante, en enero las mismas entidades contribuyeron a disminuir nuevamente la brecha.

⁹⁹ De los cuales ₡248,0 miles de millones correspondieron a los bonos de estabilización monetaria.

¹⁰⁰ En setiembre del 2020 el BCCR autorizó una facilidad especial y temporal de crédito para los intermediarios financieros, con el fin de que estos canalizaran los recursos a mitigar los efectos económicos de la pandemia sobre hogares y empresas. El crédito se otorgó a una tasa de 0,8% y a plazos de 2 y 4 años (concentrada en este último plazo) y ascendió a ₡826.355 millones. Al término del 2024 su saldo fue de ₡528.272 millones y para enero del 2025 los pagos contractuales son de ₡420.327 millones.

1

Gráfico 20. Indicadores del MIL en colones

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Adicionalmente, en el comportamiento de la liquidez en el 2024 y lo transcurrido del presente año, destaca lo siguiente:

1. El incremento en el saldo promedio de depósitos del Gobierno en el BCCR (¢170,0 miles de millones de finales del 2023 al 22 de enero último). Esta cuenta registra cambios significativos ante movimientos de deuda, recaudación de impuestos y, más recientemente, la implementación gradual de la Ley de Manejo Eficiente de la Liquidez.
2. La disposición tomada por la Junta Directiva del BCCR (artículo 8 del acuerdo 6121-2023 del 25 de mayo del 2023) que obliga a las entidades financieras sujetas al requerimiento de reserva de liquidez a constituirlo en depósitos en el MIL a 28 días plazo o más¹⁰¹ (vigente a partir de enero del 2024) y que, además, establece que las cooperativas de ahorro y crédito supervisadas deben cumplir con el requerimiento de encaje mínimo legal¹⁰² (a partir de abril del 2024).

Por lo anterior, de finales del 2023 al 22 de enero del 2025 el saldo en depósitos en el MIL por concepto de reserva de liquidez aumentó en ¢138.546 millones¹⁰³ y el de las cuentas de fondos de cooperativas en el BCCR en ¢55.640 millones.

3. De la segunda quincena de noviembre del 2024 en adelante, la reducción del excedente de liquidez estuvo influida, además de los movimientos en los depósitos de Gobierno, por el incremento en la demanda de numerario

¹⁰¹ Según lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley 7558, las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito, que el BCCR exima del encaje deben cumplir con una reserva de liquidez, en un porcentaje igual al aplicado para el encaje y en las condiciones que defina la Junta Directiva del BCCR.

¹⁰² El BCCR dispuso incrementar el porcentaje de EML gradualmente; en abril de 2024 se aplicó un 1,5% de EML y seis meses después el 3,0%.

¹⁰³ De lo cual, 69,4% correspondió a asociaciones solidaristas y el resto a cooperativas de ahorro y crédito.

por efecto estacional (en noviembre, diciembre y enero)¹⁰⁴ y por los vencimientos de la facilidad especial de crédito.

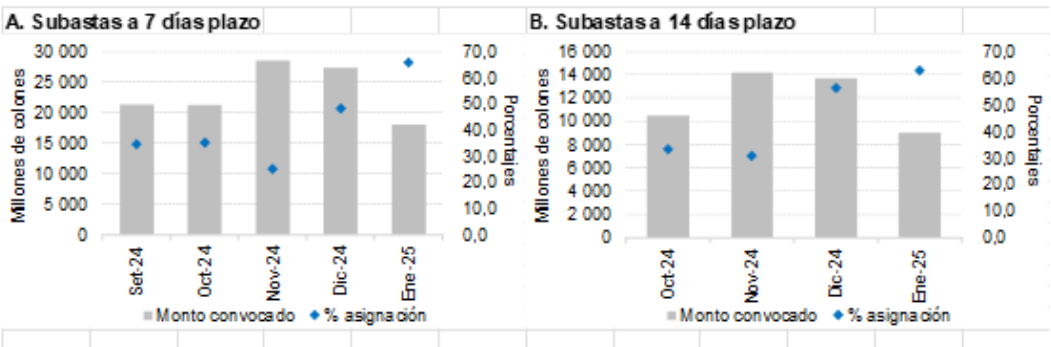
Particularmente, en los primeros 22 días de enero último el saldo de esa facilidad de crédito bajó en ₡397.609 millones. Las operaciones vigentes vencerán en lo que resta del primer trimestre de este año, lo cual implicará una contracción adicional de liquidez por ₡130.664 millones.

El 9 de setiembre del 2024, el BCCR habilitó nuevamente las subastas en el MIL a 7 días plazo y a partir del 7 de octubre las de 14 días plazo. Al 22 de enero del año en curso el saldo de estos dos instrumentos fue de ₡49.200 millones y ₡51.880 millones, a 7 y 14 días plazo respectivamente.

El gráfico 21 muestra los montos diarios convocados y el porcentaje de asignación (en promedio 41,7% a 7 días y 45,7% a 14 días). En general, estos instrumentos han tenido buena aceptación por parte de las entidades financieras.

Finalmente, tanto en el 2024 como en lo transcurrido del actual año el BCCR no participó en los mercados de recompra de títulos administrados por la Bolsa Nacional de Valores y en el mercado secundario compró títulos propios por USD 49 millones.

Gráfico 21. Subastas de ODL de contracción a más de 1 día



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.3. Participación del BCCR en el mercado cambiario

En el 2024, el BCCR mantuvo una participación como demandante neto en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex). Pese a ello, las condiciones del mercado propiciaron una apreciación nominal del colón de 2,38%.

En el 2024 el superávit de las operaciones del mercado privado de cambios (conocido como “ventanillas”)¹⁰⁵ fue de USD 6.887,3 millones¹⁰⁶, menor en USD 475,4 millones al del año previo.

¹⁰⁴ La demanda por numerario a finales de diciembre aumentó ₡189.309 millones con respecto al 31 de octubre (13,3%) y buena parte de ese aumento, al ser estacional, se reversó en enero de 2025 (caída de ₡151.457 millones en los primeros 22 días del mes, es decir, de 9,4% con respecto a diciembre pasado).

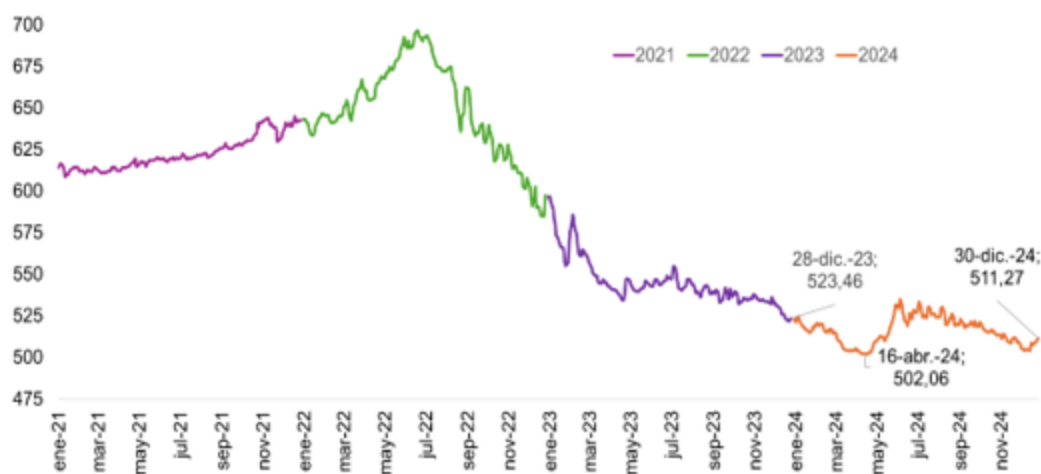
¹⁰⁵ Operaciones del público con los intermediarios cambiarios.

¹⁰⁶ Según la información proporcionada por los intermediarios cambiarios, en el lapso abril-diciembre 2024, los movimientos de divisas más importantes, tanto de demanda como de oferta, fueron canalizados por las unidades productoras del régimen definitivo con un 67,9% y 51,6% del total, respectivamente. No obstante, quien explicó el

Este resultado permitió al BCCR realizar compras netas en Monex por USD 5.709 millones¹⁰⁷, las cuales se emplearon para incrementar el blindaje financiero del país en USD 2.305,3 millones (operaciones propias), cubrir los requerimientos netos contemporáneos del Sector Público no Bancario (SPNB) por USD 3.193,3 millones y USD 220,0 millones para atender requerimientos futuros (para este fin había acumulado USD 160,0 millones en el 2023). El BCCR también vendió USD 9,9 millones por estabilización.

Como resultado de las condiciones del mercado, la moneda nacional registró una apreciación nominal de 2,38%. Al término del año, el tipo de cambio promedio ponderado de Monex fue de ₡ 511,27, menor al observado a finales del 2023 (₡ 523,46). La mayor caída del tipo de cambio ocurrió en el primer trimestre, efecto que se revirtió en parte, en el segundo trimestre. Posteriormente dicho indicador retomó la tendencia a la baja, pero en forma más moderada que a inicios del año (Gráfico 22).

Gráfico 22. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por USD



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La participación del BCCR en el mercado cambiario, en conjunto con los ingresos por intereses de los activos que constituyen las RIN (USD 526,5 millones) y el incremento de depósitos de entidades financieras¹⁰⁸ (USD 274,5 millones) explicaron, en su mayoría, el aumento de USD 952 millones en el saldo de las reservas internacionales netas del BCCR con respecto al 2023.

Al término de diciembre del 2024, el saldo de las reservas internacionales netas ascendió a USD 14.171 millones, lo que representó 144,6% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva y un equivalente de 14,9% del PIB estimado en el informe de octubre pasado. En términos de otros indicadores estadísticos es equivalente a 8,5 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo del 2024 y 1,5 veces la base monetaria en sentido amplio.

93,6% del superávit fue el régimen especial (zona franca y perfeccionamiento activo). En la oferta de divisas, por actividad económica, destacaron las actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y de apoyo en tanto que en la demanda sobresalió el comercio, y la reparación de vehículos.

¹⁰⁷ Durante el 2024 se realizaron negociaciones en Monex por un monto de USD 9.579 millones. La participación de demanda neta del BCCR representó un 60% del total transado en dicho mercado.

¹⁰⁸ Incluye sociedades de depósito distintas de BCCR, puestos de bolsa y otras entidades financieras

“En ningún caso recurrirá el Estado a efectuar negociación alguna capaz de perturbar la regulación del numerario y de alterar el valor de la moneda establecido por la ley”.

Artículo propuesto por Juan Trejo Quirós, página 4 del Acta 131.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

A continuación, se presentan las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2025-2026¹⁰⁹ y los riesgos, cuya materialización condicionaría su realización.

Los organismos financieros internacionales estiman que en el bienio 2025-2026 la economía mundial registraría un crecimiento moderado, prácticamente igual a lo previsto en el IPM de octubre del 2024. Además, prevén que la inflación global continuaría la senda decreciente y convergería a los objetivos fijados por los bancos centrales, en forma más pronta en las economías avanzadas.

La economía nacional crecería 4,0%, en promedio, durante el bienio 2025-2026 (4,1% en el primero de estos años y 4,0% en el segundo). Si bien ello significa una moderación con respecto al crecimiento estimado para el 2024 (4,3%), esas tasas son altas en relación con las previstas para los principales socios comerciales del país. El aumento en la producción sería impulsado principalmente por la demanda interna.

El déficit de la cuenta corriente se ubicaría en el bienio 2025-2026, en promedio, en 1,5% del PIB, similar al resultado del 2024, pero particularmente para el 2025 sería menor en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado. Al igual que en años previos, ese déficit sería más que cubierto con ahorro externo de largo plazo.

Las proyecciones fiscales para el bienio 2025-2026 suponen mejores resultados (mayor superávit primario y menor déficit financiero) en comparación con el 2024, lo cual mantiene el compromiso de las autoridades fiscales con el objetivo de lograr la sostenibilidad de la deuda del gobierno central.

Las proyecciones presentadas en este informe están sujetas a riesgos que, de materializarse, desviarían la inflación de la trayectoria central. En esta ocasión, los riesgos están sesgados a la baja.

3.1. Proyecciones para la economía internacional

El crecimiento económico mundial estimado para el 2025-2026, si bien similar al del año previo, es considerado como modesto por parte de los organismos internacionales. Este crecimiento se daría en un entorno de mayor incertidumbre y de un proceso de desinflación que se ha desacelerado; por tanto, las previsiones contemplan tasas de interés internacionales más altas de lo previsto en el IPM de octubre pasado.

¹⁰⁹ Este informe incorpora la revisión de las proyecciones para el 2025 con respecto a lo previsto para ese año en el informe de octubre pasado e incluye, por primera vez, estimaciones para el 2026.

En sus publicaciones de enero del 2025, en términos generales, los organismos internacionales mantuvieron su estimación de crecimiento económico para el bienio 2025-2026 (Gráfico 23 y Cuadro 3) con respecto a lo publicado en sus informes previos. El FMI proyectó un crecimiento medio para el bienio de 3,3%, mientras que el Banco Mundial lo ubicó en torno a 2,7%, en un contexto en el que la inflación se acerca a las metas de los bancos centrales y la flexibilización monetaria gradual apoya la actividad económica, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo.

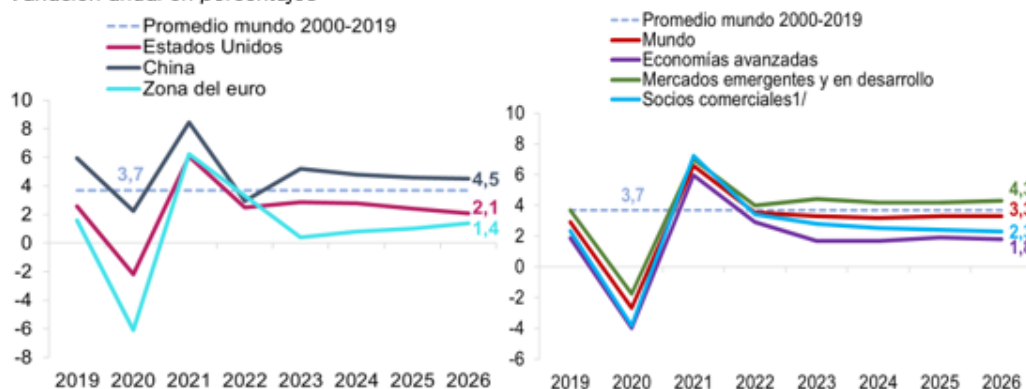
Para los Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, los citados organismos ajustaron al alza sus perspectivas de crecimiento para el 2025, dado la evolución del gasto del consumidor y un mercado laboral más “fuerte” de lo previsto en el 2024; para el 2026 la tasa se moderaría y ubicaría el nivel de actividad económica en torno a su nivel potencial.

El FMI prevé un crecimiento para ese país de 2,7% en el actual año y de 2,1% en el próximo, mientras que para el Banco Mundial esas tasas se sitúan en 2,3% y 2,0% en igual orden.

Estas proyecciones si bien muestran un comportamiento similar a lo estimado por los miembros del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, difieren en magnitud; en su informe de diciembre último la Reserva Federal contempló un crecimiento de 2,2% para el 2025 y de 2,0% para el siguiente año¹¹⁰.

Gráfico 23. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2025-2026

Variación anual en porcentajes



^{1/}Crecimiento económico de una muestra de los 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales, ponderado por el valor de las exportaciones acumuladas a agosto del 2024.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Sistema de la Reserva Federal (diciembre 2024), Banco Mundial y FMI (enero 2025).

Para la zona del euro, ambos organismos ajustaron a la baja su estimación para el 2025 y esperan un crecimiento de 1,0%. Esta revisión a la baja es determinada por una actividad más débil de lo previsto a finales del 2024, en especial en el sector manufacturero, así como el aumento de la incertidumbre sobre el panorama político y los efectos de una guerra arancelaria.

¹¹⁰ Para el 2025, el valor corresponde al límite superior de la tendencia central, mientras que para el 2026 es la mediana. Los valores provienen de las estimaciones de cada participante del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés).

Para el 2026 estiman una ligera aceleración que la justifican por una mayor fortaleza de la demanda interna, a medida que se relajan las condiciones financieras, mejora la confianza y se disipa la incertidumbre.

Por el contrario, para China tanto el FMI como el Banco Mundial ajustaron al alza sus previsiones para el 2025, a 4,6% y 4,5%, (desde 4,5% y 4,1%), respectivamente. Esto debido al impulso que daría a la actividad económica las recientes medidas de apoyo anunciadas por las autoridades, comentadas en el capítulo 1 de este informe, y el alto crecimiento de las exportaciones a finales del año pasado. No obstante, prevén que el consumo continúe débil dada la fragilidad tanto del mercado laboral como de la confianza de los consumidores, y la pérdida en la riqueza asociada a la caída en los precios inmobiliarios.

Para el 2026 esperan una ligera desaceleración. De los riesgos asociados a estas perspectivas de crecimiento destacan los relativos a las relaciones comerciales con Estados Unidos.

Para América Latina y el Caribe, a pesar de la desaceleración prevista en las principales economías de la región, ambos organismos estiman que el crecimiento se aceleraría levemente a 2,5% en el 2025 y a 2,7% en el 2026, conforme mejore el desempeño macroeconómico en Argentina (recuperación económica y reducción de la inflación). Los precios de los productos básicos¹¹¹ incentivarían el esfuerzo exportador de la región.

Cuadro 3. Organismos internacionales: proyecciones de crecimiento económico 2025-2026
Variación interanual en porcentajes

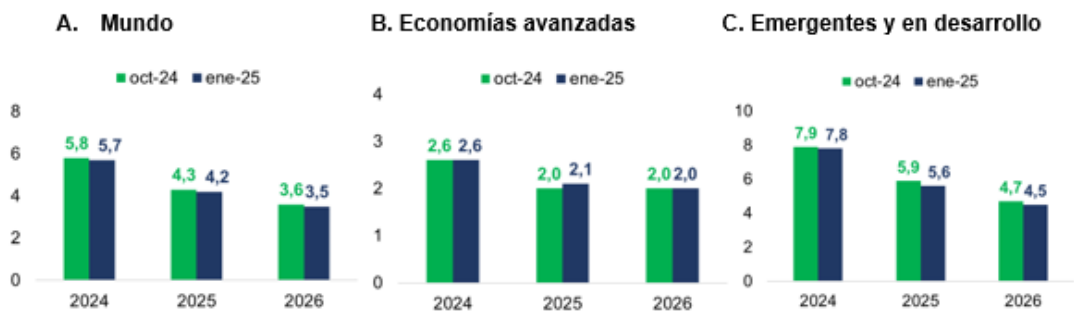
	Fondo Monetario Internacional			Banco Mundial			Sistema de la Reserva Federal		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Mundo	3,2	3,3	3,3	2,7	2,7	2,7	---	---	---
Economías avanzadas	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	---	---	---
Estados Unidos	2,8	2,7	2,1	2,8	2,3	2,0	2,5	2,2	2,0
Zona del euro	0,8	1,0	1,4	0,7	1,0	1,2	---	---	---
Alemania	-0,2	0,3	1,1	---	---	---	---	---	---
Francia	1,1	0,8	1,1	---	---	---	---	---	---
Japón	-0,2	1,1	0,8	0,0	1,2	0,9	---	---	---
Reino Unido	0,9	1,6	1,5	---	---	---	---	---	---
Países emergentes y en vías de desarrollo	4,2	4,2	4,3	4,1	4,1	4,0	---	---	---
China	4,8	4,6	4,5	4,9	4,5	4,0	---	---	---
América Latina y el Caribe	2,4	2,5	2,7	2,2	2,5	2,6	---	---	---
Brasil	3,7	2,2	2,2	3,2	2,2	2,3	---	---	---

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Banco Mundial y FMI (enero 2025) y Sistema de la Reserva Federal (diciembre 2024).

¹¹¹ Específicamente, el Banco Mundial, en su informe "Perspectivas económicas mundiales", prevé que los precios de los metales se mantendrán estables, en niveles muy por encima de los anteriores a la pandemia, lo cual respaldaría las inversiones en particular de los metales vinculados a la transición verde. Esto favorecería a países como Chile y Perú. El repunte de la inversión sería menos favorable en los exportadores de energía.

En cuanto a la inflación mundial, el FMI espera que continúe a la baja, apoyada por el descenso en los precios de la energía y el efecto sobre la demanda del enfriamiento gradual de los mercados laborales. Los precios al consumidor pasarían de crecer 5,7% en el 2024 a 4,2% en el 2025 y 3,5% en el 2026 (Gráfico 24). Asimismo, prevé la convergencia de la inflación hacia la meta de los bancos centrales más pronto en las economías avanzadas que en las emergentes y en desarrollo.

Gráfico 24. FMI: proyecciones de inflación 2025-2026
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, octubre 2024 y enero 2025.

En cuanto al precio internacional de las materias primas, en este informe se estima para el 2025 un incremento de 2,2% en el precio del barril del petróleo y una caída de 1,3% en el precio de los granos básicos (Cuadro 4), comportamiento que está de acuerdo con lo manifestado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).

La primera entidad¹¹² estima que en el año en comentario la demanda neta de petróleo aumentaría en 300.000 barriles diarios con respecto al 2024¹¹³, lo cual presionaría al alza su precio. De igual modo, para el 2026 proyecta un aumento en la demanda neta, pero por un monto menor (200.000 barriles diarios).

La FAO¹¹⁴ redujo ligeramente su estimación de la producción mundial de cereales para el periodo 2024/2025, debido a revisiones a la baja en maíz (rendimientos inferiores a los previstos en los Estados Unidos y la Unión Europea) y trigo (menor rendimiento en la Unión Europea ante condiciones excesivamente húmedas). Sin embargo, esa sería la segunda producción más alta de la historia y permitiría que la reducción de los precios registrada en el 2024 se prolongue durante el 2025.

Para el 2026, la FAO estima un ligero incremento en el precio de los granos que estaría explicado por la menor expansión de las superficies de siembra en el periodo debido a la reducción de precios esperado para el 2025.

¹¹² "OPEC Monthly Oil Market Report", enero 2025.
¹¹³ Esto debido a una mayor demanda para transporte (viajes aéreos y por carretera) y el impulso en las actividades industriales, agrícolas y de construcción en los países no pertenecientes a la OCDE.
¹¹⁴ Nota informativa de la FAO sobre la oferta y la demanda de cereales, diciembre 2024.

Los principales supuestos del entorno externo se calculan con base en la información disponible a enero del 2025 y, aunque toman en consideración la elevada incertidumbre en torno a las medidas anunciadas por la nueva administración del gobierno estadounidense, no incorporan ningún supuesto sobre sus implicaciones específicas, o posibles cambios de estas, en las variables incluidas.

Cuadro 4. Principales supuestos del entorno externo
Variación interanual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones IPM octubre 2024 (en p.p. y USD)	
	2024	2025	2026	2024	2025
Crecimiento mundial	3,2	3,3	3,3	0,0	0,1
Crecimiento Estados Unidos	2,8	2,4	2,1	0,7	0,4
Crecimiento socios comerciales, promedio	2,5	2,4	2,3	0,4	0,2
Inflación mundial (promedio)	5,7	4,2	3,5	-0,1	-0,1
Inflación economías avanzadas (promedio)	2,6	2,1	2,0	0,0	0,1
Inflación economías emergentes (promedio)	7,8	5,6	4,5	-0,1	-0,3
Inflación socios comerciales, promedio	2,4	2,2	2,3	0,0	0,0
Precio de hidrocarburos (USD) ²	90,9	93,0	84,8	-3,1	0,6
Variación %	-9,3	2,2	-8,7	-3,1	4,0
Índice de precios de granos, variación %	-18,5	-1,3	1,0	-0,3	-1,9
Términos de intercambio, variación %	1,5	0,0	0,5	0,5	-0,4
SOFR (a diciembre) ³	4,4	4,1	4,0	0,6	1,0

¹Las cifras del 2024 son estimadas, mientras que las del 2025 y 2026 son proyectadas.
²En el caso del precio de hidrocarburos, las diferencias se presentan en USD.
³Para el 2024, corresponde a la tasa SOFR Overnight del 31/12/2024, para 2025 y 2026 corresponde a la proyección para la tasa SOFR Overnight, con información de Bloomberg.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Bloomberg y las perspectivas de crecimiento económico del Sistema de la Reserva Federal (diciembre 2024) y del FMI (octubre 2024 y enero 2025).

3.2. Proyecciones para la economía nacional

La economía nacional crecerá en promedio 4,0% durante el bienio 2025-2026, impulsada principalmente por la demanda interna.

Las proyecciones económicas indican una moderación en el crecimiento del PIB en comparación con el 2024; en el 2025 crecería 4,1% y en el siguiente 4,0%. A pesar de la desaceleración, se espera que la economía continúe con tasas de crecimiento relativamente altas, impulsadas por la fortaleza de la demanda interna y el flujo continuo de inversión directa. Sin embargo, factores como tensiones geopolíticas, disputas comerciales globales y fenómenos climáticos extremos, podrían afectar estas proyecciones.

La tasa de crecimiento estimada para el 2025 considera un aumento de 4,2% en la demanda interna, ligeramente inferior a lo estimado para el 2024, pero superior al 4,0% planteado en el informe de octubre del año anterior. Este incremento obedece a una mayor expansión del consumo de los hogares y de la inversión privada. Las exportaciones mantendrán un crecimiento significativo, aunque a un ritmo más lento debido a la desaceleración económica de los principales socios comerciales.

A pesar de la moderación en algunos sectores, dentro de los países miembros de la OCDE, Costa Rica se posicionaría con uno de los crecimientos económicos más altos en el 2025. Para el 2026,

se espera una leve desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB, con el gasto privado como principal motor de la actividad económica, seguido por el incremento de la inversión.

Según los componentes del gasto, el consumo sería el principal motor del crecimiento estimado para el bienio. Además, influiría en dicho resultado la aceleración en la formación bruta de capital fijo y el crecimiento moderado del consumo del gobierno. La demanda externa y las importaciones se desacelerarían en comparación con el 2024.

Según componentes del gasto destaca lo siguiente (Cuadro 5):

1. Consumo. Se estima un crecimiento de 3,9% en el 2025 y 4,0% en el 2026, impulsado por el aumento del ingreso personal disponible real¹¹⁵. La mayor contribución al crecimiento del consumo se espera en los servicios, seguidos por los bienes no duraderos. En el caso de los bienes duraderos, como vehículos, se anticipa una contención, especialmente en el primer año, debido a la demanda extraordinaria registrada durante el periodo 2023-2024.

2. Consumo del Gobierno. Crecería 0,8% en el 2025. Si bien las entidades públicas dedicadas a las actividades de Administración y Enseñanza Pública continuarían sujetas a la política de contención del gasto, tanto en las remuneraciones como en la compra de bienes y servicios, de acuerdo con lo contemplado en el Presupuesto Nacional, habría una mayor contratación en el Poder Judicial, el Tribunal Supremo de Elecciones y el Ministerio de Seguridad, que contribuiría a la revisión al alza del gasto público en 0,1% con respecto al informe anterior.

Para el 2026 se supone que todas las entidades públicas aplicarán la directriz sobre la contención en las remuneraciones y en la compra de bienes y servicios. En particular, se estima una leve desaceleración en la contratación de nuevas plazas con respecto a lo estimado para el 2025, que implicaría un crecimiento de 0,7% en esta variable.

3. Formación bruta de capital fijo. Se estima una aceleración en la tasa de crecimiento con respecto al 2024 (de 4,3% a 6,8% en el 2025 y a 7,0% en el 2026), relacionada, principalmente, con el aumento de la inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado, orientado a actividades de manufactura y servicios. Por otro lado, las nuevas construcciones privadas¹¹⁶ mostrarían un menor ritmo de crecimiento, pero las construcciones públicas¹¹⁷ mostrarían mayor impulso.

¹¹⁵ En el bienio las proyecciones contemplan un crecimiento promedio del ingreso personal disponible real en el bienio de 3,9%, explicado por el crecimiento de la actividad económica y una ganancia promedio de 0,3% en la relación de precios de intercambio.

¹¹⁶ Según la evolución de los permisos de construcción, se proyecta una tasa moderada en comparación con el año previo (3,5% en el 2024, 2,6% y 2,9% en los siguientes). Este comportamiento responde a un crecimiento contenido en la edificación de viviendas para hogares de ingresos medios y altos, ligeramente compensado por el aumento en la construcción del segmento no residencial.

¹¹⁷ La inversión en obra pública crecería 4,8% y 4,1% en el 2025 y 2026, respectivamente (2,2% en el 2024). En el 2025 estaría determinado por las obras del Programa de Emergencia para la Reconstrucción Integral y Resiliente de Infraestructura, la continuación de la Ampliación de la Ruta Nacional 32, obras de generación eléctrica (en particular Borinquen, el proyecto de energía geotérmica en la Cordillera de Guanacaste) y proyectos viales (Programa de Infraestructura Vial y Promoción de Asociaciones Público-Privadas, II Etapa Programa Red Vial Cantonal CCLIP, Programa de Infraestructura Vial y Movilidad Urbana Conectividad Resiliente).

La menor tasa para el 2026 estaría influida por la conclusión de la Ampliación de la Ruta Nacional 32 y del Programa de Integración Fronteriza, efecto parcialmente compensado por la inversión en proyectos viales asociados al Programa de Infraestructura Vial y Movilidad Urbana Conectividad Resiliente, II Etapa

4. Demanda externa. El crecimiento de las exportaciones de bienes durante el bienio sería más moderado que en el 2024, en línea con la desaceleración esperada de los principales socios comerciales. Este comportamiento también estaría influido por el efecto base de las ventas de las empresas del régimen especial, que registraron un incremento cercano al 14,2% entre el 2022 y el 2024, así como por el destacado desempeño de las exportaciones de piña, que alcanzaron en el 2024 un valor medio exportado de USD 112 millones, superior al promedio de los cinco años previos (USD 86,2 millones).

Para las exportaciones de servicios, se efectuó una revisión a la baja en el crecimiento del 2025, debido a la moderación en los servicios vinculados al turismo, y a los servicios profesionales y de informática, en comparación con las estimaciones del informe anterior. No obstante, el desempeño de este rubro durante el bienio superaría lo estimado para el 2024, impulsado principalmente por los servicios profesionales y de apoyo a empresas extranjeras.

5. Importaciones. Para el bienio se proyecta una aceleración en el crecimiento de las importaciones de bienes, propiciada por la recuperación en las compras de materia prima, mayor inversión en bienes de capital por parte de empresas del régimen especial y el consumo. En cuanto a las importaciones de servicios, su crecimiento sería inferior al del 2024 y estaría relacionado, principalmente, con la caída en la importación de servicios profesionales, de apoyo e información en el 2025, aunado al menor aumento del turismo emisor en ambos años.

Cuadro 5. PIB en volumen por componentes del gasto
Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)		
	2024	2025	2026	2025	2024	2025	2026
Producto interno bruto	4,3	4,1	4,0	0,2	4,3	4,1	4,0
Consumo de hogares	4,0	3,9	4,0	0,1	2,8	2,5	2,5
Consumo de gobierno	0,7	0,8	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	4,3	6,8	7,0	0,8	0,7	1,1	1,1
Variación de existencias (% de PIB)	-0,2	0,1	0,5	-0,1	0,7	0,3	0,3
Exportaciones	5,8	5,0	4,7	-0,8	2,2	1,9	1,9
Bienes	8,0	5,8	6,2	-0,9	1,7	1,3	1,4
Servicios	2,9	3,9	2,7	-0,7	0,5	0,6	0,5
Importaciones	6,0	5,5	5,7	-0,8	-2,0	-1,8	-1,9
Bienes	4,9	6,4	6,1	-0,8	-1,2	-1,6	-1,5
Servicios	9,6	2,8	4,5	-0,8	-0,8	-0,2	-0,4
Ingreso disponible bruto real	4,3	4,0	4,1	-0,2			
Ingreso personal disponible bruto real	4,1	3,9	4,0	0,1			

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las actividades que, debido a su importancia relativa, más aportarían al aumento del PIB serían los servicios empresariales, manufactura, comercio, transporte y hotelería y restaurantes.

Por actividad económica (Cuadro 6) se tiene lo siguiente:

- 1. Servicios empresariales.** Se estima un crecimiento promedio para el 2025-2026 de 5,6%, favorecido por las actividades de consultoría en gestión financiera, de apoyo a empresas

que ofrecen servicios al mercado externo, así como servicios de publicidad y servicios jurídicos de empresas del régimen definitivo que suplen la demanda interna.

2. **Manufactura.** En el bienio el crecimiento de esta actividad se moderaría con respecto al 2024 en cerca de 1,3 p.p., mayormente por la evolución esperada de la demanda externa por bienes manufacturados del régimen especial y, en menor medida, en la demanda de empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.
3. **Comercio.** Se estima que en el bienio la actividad comercial crezca a un nivel ligeramente inferior al del 2024, comportamiento que se corresponde con la evolución prevista para la importación de bienes de consumo¹¹⁸, así como con el desempeño en las actividades agropecuarias, hoteles, restaurantes y la construcción.
4. **Transporte.** Para el bienio 2025-2026 se estima un crecimiento promedio de 7,6%. Este desempeño es acorde con el crecimiento previsto para el comercio exterior de mercancías, el transporte de carga, actividades de apoyo al transporte que incluyen servicios de peaje, aeropuertos y puertos. Además, se espera una estabilidad en el servicio de transporte terrestre de personas, particularmente en los segmentos de taxis y autobuses.
5. **Hoteles y restaurantes.** El crecimiento en el bienio estaría impulsado especialmente por el crecimiento en los servicios de hotelería ubicados en zonas costeras y algunas áreas de montaña, el desempeño positivo de restaurantes en el Gran Área Metropolitana, especialmente en cadenas de comida rápida, y el aumento en los servicios de alimentos especializados para grupos corporativos.
6. **Construcción.** En el bienio crecería en promedio 2,9%. Como se comentó anteriormente, en adición a la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la construcción con destino privado, se espera un impulso mayor de la inversión pública por la continuación de la construcción de carreteras, caminos y puentes, así como obras para atender servicios básicos de electricidad y agua.
7. **Agropecuario.** Se estima una tasa media para el bienio de 1,8%, que supone un crecimiento moderado en la producción exportable de piña y banano, además de vacuno. Esta última, sería beneficiada por la eliminación de los aranceles a los productos lácteos para su ingreso al mercado de Estados Unidos. A pesar de eso, se mantiene el riesgo de afectación debido a posibles condiciones climáticas adversas producto del fenómeno climático ENOS en su fase La Niña¹¹⁹, presentes desde la segunda parte del 2024 y que podrían afectar el rendimiento por hectárea de actividades con orientación al mercado local.

¹¹⁸ Las compras de bienes de consumo importados, como vehículos, productos alimenticios, farmacéuticos y textiles, registraron un incremento cercano al 12,6% en el 2024. Para el bienio 2025-2026, se prevé un incremento en torno al 8%.

¹¹⁹ La fase neutra del ENOS sigue presente; de ocurrir el posible establecimiento de la fase de La Niña, sería en el primer trimestre del 2025. Además, el mar Caribe y Atlántico Norte continúan cálidos y esta condición se mantendrá al menos hasta marzo del presente año. *Pronóstico Estacional enero-marzo 2025, pág. 1, Instituto Meteorológico Nacional.*

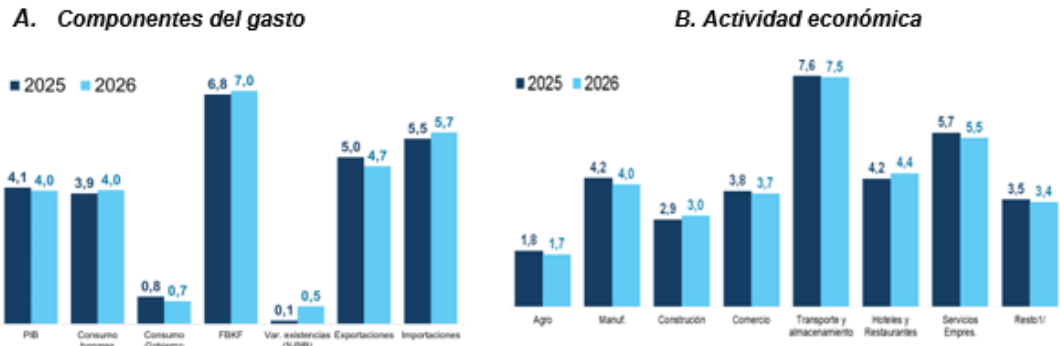
Cuadro 6. PIB en volumen por actividad económica
Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)		
	2024	2025	2026		2024	2025	2026
Producto interno bruto	4,3	4,1	4,0	0,2	4,3	4,1	4,0
Agricultura	2,0	1,8	1,7	0,2	0,1	0,1	0,1
Manufactura	5,5	4,2	4,0	0,3	0,8	0,6	0,5
Construcción	3,5	2,9	3,0	0,9	0,1	0,1	0,1
Destino privado	3,5	2,6	2,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Destino público	2,7	5,3	3,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Comercio	3,9	3,8	3,7	0,5	0,4	0,4	0,3
Transporte y almacenamiento	7,8	7,8	7,5	0,1	0,3	0,3	0,4
Hoteles y Restaurantes	5,0	4,2	4,4	-0,4	0,1	0,1	0,1
Servicios empresariales	6,7	5,7	5,5	0,2	0,9	0,8	0,8
Resto ^{1/}	3,3	3,5	3,4	0,1	1,6	1,7	1,7

^{1/}Incluye minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Gráfico 25 resume el crecimiento estimado para el PIB en este informe para los años 2025 y 2026, tanto por componentes del gasto como por actividad económica.

Gráfico 25. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica
Variación anual en porcentajes (corregir formato)



¹ Minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos. Fuente: Banco Central de Costa Rica.

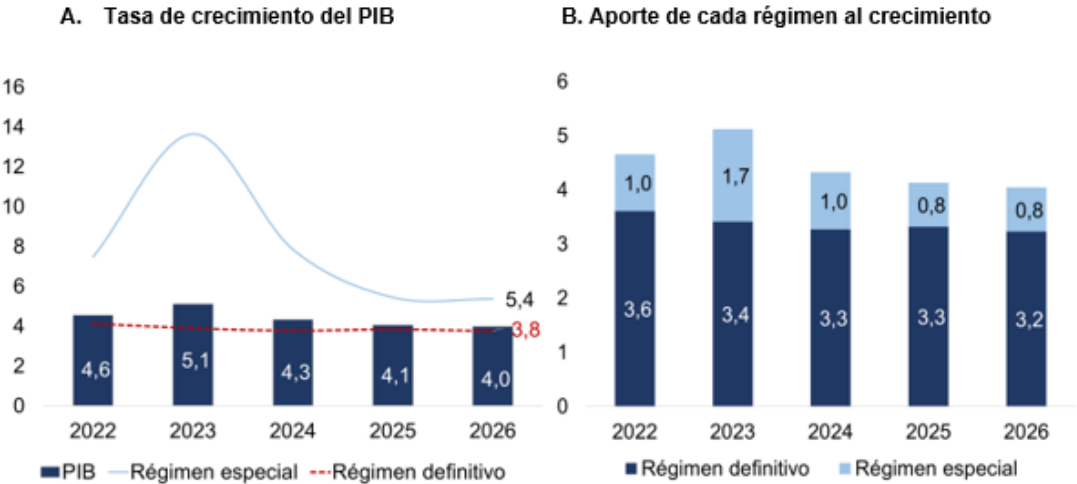
Por régimen de comercio, la desaceleración de la actividad económica se explica por el comportamiento del régimen especial.

La producción del régimen definitivo, que representa alrededor del 86% del PIB, mostró un crecimiento relativamente estable en el lapso 2022-2024, cercano a 3,8%, que se estima se mantendrá en el bienio 2025-2026. Por su parte, la actividad del régimen especial, que constituye el 14% restante, registró un incremento de más de dos dígitos en el 2023 y luego se empezó a desacelerar, por lo cual se estima que en el bienio registraría un aumento en torno a 5,4% (Gráfico 26.A).

El comportamiento previsto para el régimen especial explica la desaceleración proyectada para el PIB en el bienio con respecto al 2024. Tal como se aprecia en el Gráfico 26.B, en el bienio el

aporte al crecimiento del régimen definitivo es similar al del 2024 mientras que el del régimen especial es menor.

Gráfico 26. Tasa de crecimiento del PIB según régimen de comercio y aporte de cada régimen



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el bienio 2025-2026, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría en promedio en 1,5% del PIB, similar al resultado del 2024. Esta brecha sería más que cubierta con ahorro externo de largo plazo, como ha sido característico en las últimas dos décadas.

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría en ese bienio una razón media con respecto al PIB de 4,4%, levemente superior a la del 2024 (Cuadro 7). No obstante, las estimaciones para el 2025 fueron revisadas a la baja en 0,6 p.p. en relación con lo indicado en el informe previo, ante el comportamiento reciente de las cifras de comercio exterior, que mostraron mayores exportaciones y menores importaciones¹²⁰.

El crecimiento de las exportaciones estaría liderado por las empresas adscritas a los regímenes especiales, con una variación media en el bienio de 8,9%. Esta tasa es moderada en comparación con lo observado en años previos, caracterizados por el extraordinario incremento en las ventas de estas empresas (19,5% en promedio para el periodo 2021-2024).

Las exportaciones del régimen definitivo mostrarían tasas similares a las del 2024, en promedio 5,0% en los bienes agrícolas y 4,0% en los manufacturados.

¹²⁰ Esta revisión incorpora el aumento en las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales del país (de 2,2% a 2,4% para el 2025) así como la desaceleración prevista en el crecimiento de la economía doméstica.

Cuadro 7. Balanza de pagos de Costa Rica ¹*En millones de USD, como porcentaje del PIB y en puntos porcentuales (p.p.)*

	Estimación	Proyecciones		Diferencias respecto al IPM octubre 2024
	2024	2025	2026	2025
I Cuenta corriente	-1.335	-1.497	-1.567	-178
A. Bienes	-4.000	-4.472	-4.787	-614
Exportaciones FOB	20.616	22.240	23.876	430
Importaciones CIF	24.616	26.712	28.663	-184
De los cuales: hidrocarburos	2.287	2.213	2.067	92
B. Servicios	10.272	10.915,0	11.478,2	-131
Viajes	3.553	3.879	4.159	-97
C. Ingreso primario	-8.170	-8.513	-8.810	284
D. Ingreso secundario	563	574	551	-22
II Cuenta de capital	24	23	24	1
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.359	-1.520	-1.591	-177
III Cuenta financiera	-2.231	-2.357	-2.567	-29
Sector público	-273	-102	-679	-428
Sector privado	-1.958	-2.254	-1.888	399
De los cuales: Pasivos de inversión directa	-5.123	-5.279	-5.466	200
IV Activos de Reserva	920	883	1.023	150
Relaciones respecto al PIB				
Endeudamiento neto	-1,4	-1,5	-1,5	-0,1
Déficit en cuenta corriente	-1,4	-1,5	-1,5	-0,2
Déficit en bienes	-4,2	-4,4	-4,4	-0,6
Superavit en servicios	10,8	10,7	10,8	-0,2
Déficit en ingreso primario	-8,6	-8,4	-8,2	0,2
Cuenta financiera	-2,3	-2,3	-2,4	-0,1
Pasivos de inversión directa	-5,4	-5,2	-5,1	0,2
Saldo activos de reserva	14,9	14,8	14,9	-0,2
Saldo activo s de reserva (millones de USD)	14.177	15.060	16.084	-88

¹ Cifras estimadas para el 2024 y proyecciones para el 2025 y 2026.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Aun cuando el crecimiento de las importaciones fue revisado a la baja en relación con lo indicado en octubre, esa tasa mantiene la aceleración con respecto al 2024, fundamentalmente, por el impulso en las compras de las empresas del régimen especial de comercio, cuya tasa media anual (11,7%) contrasta con la caída de 5,3% en el 2024.

En lo que corresponde al régimen definitivo sin considerar hidrocarburos, se supone un crecimiento medio anual de sus compras externas de 8,4% (10,7% en el 2024), determinado principalmente por bienes de consumo y de capital.

Específicamente, para la compra de hidrocarburos se prevé que en el bienio continuaría la contracción observada desde el 2023, luego del crecimiento excepcional que mostrara en el 2022 ante el incremento en los precios internacionales del producto. Este resultado combina el efecto de una reducción media en los precios de la mezcla de producto terminado (2,2% en promedio para el bienio con respecto al precio del 2023) y de la cantidad de barriles (1,0%).

El superávit promedio anual de la cuenta de servicios ascendería a USD 11.196,6 millones (10,7% del PIB, similar a la relación del 2024). Como ha sido usual, sobresalen la cuenta de viajes y los servicios de apoyo empresarial, de telecomunicaciones, de informática y de información. Las estimaciones para este bienio fueron ajustadas a la baja en relación con lo supuesto en octubre pasado, particularmente en el rubro de ingreso de turistas¹²¹ y en los servicios de manufactura.

¹²¹ Según los datos del Instituto Costarricense de Turismo (ICT) disponibles en diciembre último.

La retribución a los factores de producción propiedad de no residentes, se estima crecerá a una tasa media de 3,8%, para ubicarse en 8,3% del PIB (8,6% en el 2024). Esta moderación está asociada con la disminución esperada en las tasas de interés internacionales.

En el bienio 2025-2026 el ahorro externo neto alcanzaría, en promedio, el equivalente a 2,3% del PIB, cercano a lo observado en el 2024 y que permitiría mantener la razón de activos de reserva a PIB en torno a 14,9%.

El financiamiento externo estaría dirigido, en mayor medida, al sector privado, que en promedio recibiría el equivalente a 1,9% del PIB, en tanto que para el sector público el ingreso medio alcanzaría 0,4% del PIB, destinado principalmente al Gobierno Central.

El ahorro externo neto al sector privado es clasificado en este informe como flujos de inversión directa (ID) y otros flujos financieros. En el primero de los casos, se espera que se ubiquen, en promedio, en 5,1% del PIB, razón similar a la media de los cinco años previos¹²². Para el resto de los flujos financieros la proyección contempla una salida de recursos equivalente a 3,1% del PIB, en promedio, similar a lo observado en el 2024 y que en buena medida se asociaría a movimientos del sector financiero costarricense.

El financiamiento externo estimado para el bienio, en conjunto con las previsiones para el déficit de la cuenta corriente, permitiría la acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo promedio equivalente a 14,9% del PIB. En este contexto el indicador de seguimiento de reservas presentaría un valor medio de 149,5% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva del BCCR.

Las proyecciones fiscales para el bienio 2025-2026 suponen mejores resultados (mayor superávit primario y menor déficit financiero) en comparación con el 2024, por lo que se mantiene el proceso de consolidación de mediano plazo.

Según las estimaciones del MH¹²³, los resultados primario y financiero como proporción del PIB en el 2025 se ubicarían en 1,5% y -3,1%, respectivamente y en 1,7% y -2,7% un año después (1,3% y -3,5% en el 2024)¹²⁴. Estos resultados permitirán continuar con la senda decreciente de la relación deuda de Gobierno a PIB (Cuadro 8).

Las proyecciones incorporan los siguientes supuestos:

- a. Los ingresos totales y tributarios crecerían a una tasa promedio de 5,5% y 6,7% en el 2025 y 2026¹²⁵, respectivamente, por encima del crecimiento promedio del PIB nominal. Dado lo anterior, la carga tributaria promedio equivaldría a 13,2% del PIB (13,4% en el 2024)¹²⁶.

¹²² Para el 2025 la proyección fue revisada al alza en relación con lo previsto en el informe de octubre, dada la evolución reciente de la ID y el crecimiento previsto para las exportaciones de las empresas amparadas a los regímenes especiales.

¹²³ Corresponde a una revisión preliminar de las proyecciones fiscales preparada por el MH en diciembre del pasado año y que se mantendrán hasta que se disponga de los resultados completos del 2024. El MH está en proceso de revisión de las proyecciones 2025-2030 para su Marco Fiscal de Mediano Plazo que serán publicadas en marzo del año en curso.

¹²⁴ Datos estimados por el MH en diciembre del 2024.

¹²⁵ Los rendimientos en ingresos previstos por la Ley 9.635 se alcanzaron en su totalidad, por lo cual, a partir de estos años no se contemplan recursos adicionales.

b. El gasto total y el primario aumentarían 3,7% y 4,2%, en promedio, durante el bienio, lo que ubicaría su razón media con respecto al PIB en 17,7% y 13,2%¹²⁷, en el orden mencionado; esas tasas son menores a las previstas en el IPM de octubre pasado.

La contención del gasto se manifestaría en las transferencias corrientes y de capital, y en el pago de intereses de la deuda. Lo anterior, a pesar de que en el ejercicio económico 2025 se mantendrá el control sobre el gasto total mientras que en el 2026 el control se aplicaría sobre el gasto corriente¹²⁸, esto debido a que en el 2024 la deuda del gobierno central como proporción del PIB no superó 60%.

Las proyecciones de la evolución de deuda del Gobierno Central con respecto al PIB prevén para el 2025 una relación de 59,8% similar al estimado por el MH para el 2024, y una caída de 1,0 p.p. en el 2026 (58,8%).

c. El pago de intereses empezaría a disminuir en el 2025. En el bienio registraría un crecimiento medio de 2,3% y como proporción del PIB se ubicaría en 4,6% en el 2025 y 4,4% en el 2026. Esta reducción parte de la generación de superávits primarios y tasas de interés menores para la colocación de su deuda, dadas las mejoras en la calificación crediticia.

Cuadro 8. Principales variables fiscales como proporción del PIB

	Estimación Ministerio de Hacienda ¹	Proyecciones IPM Ene 25		Diferencias respecto a proyecciones de oct 2024 (en p.p. del PIB)
	2024	2025	2026	2025
Ingreso total	15,0	14,8	14,8	-0,1
Ingreso tributario	13,4	13,2	13,2	-0,1
Gasto total	18,6	17,9	17,4	-0,2
Gasto primario	13,7	13,3	13,0	-0,1
Intereses	4,8	4,6	4,4	-0,1
Balance primario	1,3	1,5	1,7	0,0
Déficit financiero	-3,5	-3,1	-2,7	0,1
Necesidades de financiamiento	8,6	8,1	7,6	-0,2
Deuda Gobierno Central	59,8	59,8	58,8	-1,3

¹ Corresponde a una estimación del MH remitida en diciembre de 2024.
Fuente: Elaboración propia con información del MH.

¹²⁶ Los ajustes a la baja contemplados, especialmente para el 2025, se registran en el impuesto sobre ingresos y utilidades y, en menor medida, en el impuesto al valor agregado.
¹²⁷ La relación gasto a PIB se ubicaría por debajo de los valores registrados en el periodo 2017-2019, antes de la aprobación de la Ley 9.635, cuando su valor medio fue de 20% en el gasto total y 16,5% en el primario.
¹²⁸ De acuerdo con el artículo 11 del Capítulo II del Título IV de la Ley 9635, el crecimiento del gasto total por aplicación de la regla fiscal en el 2025 será de un 65% del crecimiento promedio del PIB nominal (equivale a una tasa de 3,75%). Para el 2026 la proporción pasaría de 65% a 75% y aplicaría sobre el gasto corriente, lo que permitiría mayor espacio para el gasto de capital.

De acuerdo con el comportamiento fiscal proyectado, que contempla la generación de superávit primarios y una menor carga de intereses, el requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central sería decreciente en términos del PIB (8,1% en el 2025 y 7,6% en el 2026), lo que reducirá las presiones del MH sobre el mercado local de fondos prestables. Al desagregar la deuda por su fuente de financiamiento, el componente interno continuará como la fuente principal, en especial mediante emisiones de títulos valores¹²⁹.

Se estima que tanto la inflación general como la subyacente retornarán al rango que contiene la meta en el tercer trimestre del 2025.

En este informe, el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria comprende desde el primer trimestre del 2025 hasta el cuarto del 2026 y las proyecciones incorporan una postura de política monetaria cuyo objetivo es que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

Los modelos de proyección del Banco Central señalan que, en términos interanuales, tanto la inflación general como la subyacente, mostrarán una aceleración especialmente durante los primeros meses del 2025, para converger a valores coherentes con el rango que contiene la meta en el tercer trimestre del 2025.

La valoración de riesgos se mantiene inclinada a la baja; es decir, existe una probabilidad mayor de que la inflación, general y subyacente, se ubiquen por debajo del valor central proyectado¹³⁰. No obstante, si se compara con lo estimado en octubre pasado, esa probabilidad es ahora menor.

La inflación general en términos interanuales del cuarto trimestre del 2024 (-0,01% en promedio) resultó inferior a lo estimado en el IPM de octubre del 2024. En este resultado se compensaron dos efectos, una disminución en el precio internacional de algunas materias primas, en especial el petróleo, y un aumento en el precio de los alimentos, principalmente los agrícolas de producción local, por factores climatológicos. En cuanto a la inflación subyacente, el resultado observado en el cuarto trimestre del 2024 (0,7%) resultó inferior a lo estimado en octubre pasado¹³¹.

Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían a ubicarse en torno a 2,5% en promedio en el horizonte de proyección. La brecha del producto, otra de las variables que explican la inflación en el corto y mediano plazo, se mantendría en valores ligeramente positivos, pero sin representar excesos de demanda agregada que desvíen la inflación de su meta.

¹²⁹ No obstante, el MH prevé tanto para el 2025 como para el 2026 una nueva emisión de deuda en los mercados externos por USD 1.000 millones en cada año, contemplada en el proyecto de ley 24.462 (Modificación de la Ley No. 10.332, autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional), propuesta que está en discusión en la Asamblea Legislativa. Adicionalmente, el MH prevé el ingreso de desembolsos de apoyo presupuestario por USD 843 y USD 503 millones en el 2025 y 2026, en ese orden. De no cumplirse estos supuestos, deberá acudir al mercado doméstico, lo que podría presionar al alza las tasas de interés locales.

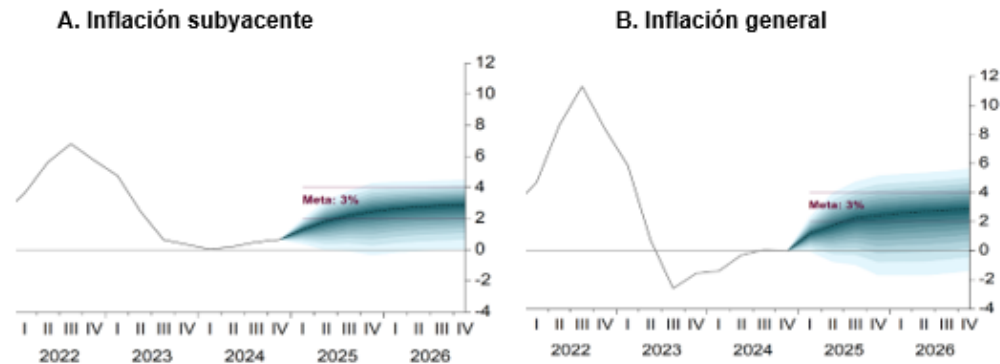
¹³⁰ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a enero del 2025 de proyecciones de precios internacionales de materias primas, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras, y toman en cuenta la respuesta de la TPM, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

¹³¹ En el Informe de Política Monetaria de octubre de 2024, se estimó que en el cuarto trimestre del 2024 la inflación general se ubicaría en promedio en 0,1%, y la subyacente en 1%.

El comportamiento comentado de los principales determinantes macroeconómicos de inflación conduciría a que, en términos interanuales, tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en 2,3% como promedio para todo el horizonte de proyección. (Gráfico 27.A y 27.B).

Gráfico 27. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes ¹



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, la liquidez total crecería a una tasa anual de 7,2% en el 2025 y 7,1% en el 2026, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 7,0% y 7,1% en esos años, en su orden.

El aumento del crédito ocurriría tanto en moneda nacional como extranjera; sin embargo, se supone un menor crecimiento del crédito en dólares en el bienio (6,5% y 6,0% en el 2025 y 2026, respectivamente) en comparación con el 2024 (9,9%), lo que desaceleraría el proceso de dolarización relativa del crédito observado desde el 2023. Este menor crecimiento previsto en el crédito en moneda extranjera sería el resultado de la reducción esperada en las tasas de interés activas en colones del sistema financiero (comportamiento inducido por las reducciones aplicadas en la TPM en el bienio previo), que llevaría a un mayor crecimiento relativo del crédito en moneda nacional en comparación con la dinámica de las operaciones en dólares.

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

Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de octubre 2024 (en p.p.)
	2024	2025	2026	2025
PIB (miles de millones de colones)	49 115,9	52 499,9	56 237,2	-
PIB crecimiento real	4,3	4,1	4,0	0,2
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-1,4	-1,5	-1,5	0,2
Saldo activos de reserva (% del PIB)	14,9	14,8	15,0	-0,2
Indicador de seguimiento de reservas (IR) promedio anual	145	148	150	-2
Gobierno Central (% del PIB)				
Resultado financiero ¹	-3,5	-3,1	-2,7	0,1
Resultado primario ¹	1,3	1,5	1,7	-0,1
Variación interanual del IPC ²	0,8	2,4	2,9	-0,2
Agregados monetarios y crédito (variación %) ³				
Liquidez total (M3)	5,9	7,2	7,1	0,1
Crédito al sector privado	7,6	7,0	7,1	0,1
Moneda nacional	6,5	7,2	7,6	0,9
Moneda extranjera	9,9	6,5	6,0	-1,5

¹Las cifras del 2024 son preliminares y para el 2025-2026 corresponde a estimaciones del Ministerio de Hacienda.
²Para el lapso 2025-2026, corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año.
³La valoración de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3. Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La actualización de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el horizonte de pronóstico se realizó con la información disponible a enero del 2025. Como es habitual en toda proyección macroeconómica, existen riesgos inherentes tanto al contexto externo como al interno que podrían desviar el escenario macroeconómico central contemplado en este informe. De materializarse estos riesgos, la inflación podría desviarse tanto a la baja (riesgos a la baja) como al alza (riesgos al alza) con respecto al valor central proyectado.

Riesgos a la baja

- Un escenario en el que las tasas de interés internacionales sean mayores por más tiempo podría llevar a un crecimiento de la economía mundial inferior al proyectado en este ejercicio, en particular de los principales socios comerciales del país, con el consiguiente efecto negativo sobre la demanda externa. Esto desaceleraría el crecimiento económico local y disminuiría las presiones inflacionarias.
- Un traspaso menor y más lento de las reducciones en la TPM a algunas de las tasas de interés activas del sistema financiero, en comparación con lo observado históricamente en Costa Rica, afectaría negativamente la actividad económica, lo que reduciría las presiones de la demanda interna sobre los precios.

Riesgos al alza

- Posibles restricciones comerciales ante las tensiones entre los países del G7 y China o un escalamiento de los conflictos geopolíticos actuales, podría aumentar la fragmentación del comercio global. Esto generaría disrupciones adicionales en las cadenas de suministro y aumentaría la volatilidad de los

precios de las materias primas, especialmente del petróleo y los alimentos, lo que, como en otros episodios similares, se trasladaría a mayores costos de producción y presiones inflacionarias.

2. Condiciones climáticas extremas, como el desarrollo del fenómeno ENOS en su fase La Niña entre febrero y abril del 2025 tendría un impacto negativo en la producción agrícola y en otras actividades dependientes del clima, tanto a nivel local como internacional. Esto no solo reduciría la oferta de ciertos productos básicos, lo que elevaría sus precios, sino que también generaría mayores costos en la cadena de suministro agrícola y energética, y con ello se amplificarían las presiones inflacionarias.

3.4. Acciones futuras de política monetaria y funcionamiento del mercado cambiario

La Junta Directiva del BCCR reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, condición que promueve la estabilidad macroeconómica e incide positivamente en el crecimiento económico y en la generación de empleo. Por ello mantiene la meta de inflación en $3\% \pm 1$ p.p.

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

También, gestionará la liquidez del sistema financiero con el fin de reducir los excesos monetarios para evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales. Cabe señalar que no se anticipan presiones monetarias, dados los vencimientos de la facilidad de crédito concedida por el BCCR en respuesta a los efectos económicos de la pandemia, ha logrado reducir significativamente los excesos monetarios.

Además, buscará mejorar la comunicación con el público, con el fin de facilitar un mejor entendimiento de la coyuntura macroeconómica y de los elementos que sustentan las decisiones del BCCR en materia monetaria, cambiaria y de temas relativos a la estabilidad y eficiencia del sistema financiero. Con ello se busca contribuir a un proceso informado de construcción de expectativas económicas, que facilite la convergencia de la inflación a la meta definida por el BCCR.

En materia cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el BCCR participará en el mercado cambiario con el fin de atender los requerimientos propios y del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. En la medida que las condiciones del mercado cambiario lo permitan, procurará fortalecer aún más el blindaje financiero del país. Además, similar a como lo hace en los mercados de deuda y liquidez, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de ese mercado y con ello, contribuya a un proceso ordenado de formación de precios.

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

ARTÍCULO 5. *Propuesta de acuerdo relacionado con las actividades en conmemoración del 75° aniversario de la promulgación de la Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica.*

De conformidad con el orden del día, la Junta Directiva entró a analizar un borrador de acuerdo relacionado con las actividades en conmemoración del 75° aniversario de la promulgación de la *Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica*.

Al respecto, se transcribe lo siguiente:

“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Doña Hazel, le voy a pedir en algún momento que me apoye. Como se mencionó, ustedes lo saben y ya lo habíamos hablado en algún momento, el día de hoy se cumple 75 años de la promulgación de la Ley 1130, es la Ley Fundacional del Banco Central. Formalmente, ahí es que se habla de la existencia de un Banco Central. Y entonces, queremos que mediante un acuerdo de Junta Directiva se establezcan algunos lineamientos para actividades en conmemoración de este aniversario, de estos 75 años de la existencia del Banco Central.

Entonces, doña Celia, yo quisiera si usted puede, se repartió temprano, bueno, conté con el apoyo de la Gerencia y otros compañeros, se repartió un borrador de acuerdo, que yo quisiera tal vez que lo ponga en la pantalla, que nos ayudemos, qué cosas se quedan y qué cosas no se quedan. Me parece que es un asunto suficientemente importante como para que le demos la atención debida. Voy a parar aquí y si doña Hazel tiene algo que decir, si no, procedemos a proyectar el borrador de acuerdo.

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

No, don Róger, nada particular que agregar.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Perfecto. Entonces, doña Celia, yo le envié a usted una versión que es un borrador, totalmente abierto a... vamos a ir consideración por consideración y luego a las disposiciones que se toman. Es parsimonioso, creo que lo podemos hacer rápido, espero que no sea controversial.

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Estás en silencio, Celia.

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

¿Me escuchan?

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND:

Ahora sí.

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

Es que me está dando problemas el Webex y no me dejaba activar el micrófono y ahora no me deja compartir. Un minutito.

Don Róger, el micrófono, no...

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Aquí, ya, ¿lo logran ver?

SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:

Sí señor.

SRA. MARTA SOLO BOLAÑOS:

Sí.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Eso es un borrador que se preparó. Entonces, la primera consideración es que la Ley 1130, del 28 de enero de 1950, creó el Banco Central de Costa Rica como una entidad autónoma de derecho público, la cual fue su primera Ley Orgánica. ¿Alguien diría algo distinto?, ¿cómo hacemos?, ¿cómo procedemos para, si no me hablan?

SRA. MARTA SOLO BOLAÑOS:

Róger, yo no sé si ya todos, yo ya me lo leí, en un ratito ahí me lo leí. Más bien, si alguien tiene observaciones o más bien si la quieres hacer leída y si alguien tiene alguna, para que quede grabada.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Hagamos una cosa...

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

Yo también di mi acuerdo, di mi acuerdo *a priori* a esta redacción.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Doña Silvia está de acuerdo. ¿Qué pasa con usted, doña Marta? ¿Tiene observaciones?

SRA. MARTA SOLO BOLAÑOS:

No, estoy de acuerdo, absolutamente.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Don Max, ¿le dio oportunidad de leerlo?

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Yo lo leí también, estoy de acuerdo.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Yo tengo en el C tengo un asunto... Don Juan, don Juan Andrés como...

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Estoy de acuerdo también.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

De acuerdo. ¿Y don Jorge?

SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:

No tengo objeciones, no.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Voy a ir rápidamente. En el E) dice que la Ley Orgánica del Banco Central desde su promulgación, hace 75 años, ha sido un pilar fundamental en la economía nacional. Yo diría que no es la ley, sino el Banco Central desde su creación hace 75 años. Haría ese cambio, alguien que me vaya tomando apuntes. Porque no es la ley la que es un pilar, sino el Banco Central desde su creación hace 75 años, ha sido un pilar fundamental en la economía nacional. Y le voy a quitar en su función o con su función de emitir billetes y de acuñar monedas.

Revisando la Ley 1130, que [...] mayor a esa revisión, no encontré nada sobre emisión de billetes y acuñación de monedas. Y probablemente, la razón de eso es que recuerden que eso convivía con la Ley de la Moneda. Entonces, como queremos hacer referencia a la Ley, entonces, yo no sé si están de acuerdo en su función de emitir billetes y acuñar monedas de acuerdo con las necesidades del país y a la vez propiciar las condiciones para un adecuado desarrollo y funcionamiento de sistema financiero. Eso sí está casi textual, de la Ley del año 1950. Había un propósito en sus objetivos en el artículo cuarto que habla de ese efecto o de esa capacidad coordinadora del Banco Central, del sistema financiero, del sistema bancario, en aquel entonces. Y toda la ley está muy enfocada a que el Banco Central dé crédito a la agricultura, a la industria, al comercio. Y en realidad, son las versiones modernas, pues, las que han hecho el énfasis en la estabilidad macroeconómica.

Entonces, no sé si lo quieren dejar, cambiar, porque sigue siendo cierto que el Banco ha tenido la función de proveer de medios de pago a la economía. Pero no sé si... o tal vez lo puedo poner más directo, de proveer medios de pago a la economía. ¿Cómo lo ven? ¿Estarían de acuerdo con ese cambio?

SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:

De acuerdo, Roger, de acuerdo.

SRA. MARTA SOLO BOLAÑOS:

Sí.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, ahora vamos a las partes... Son actos, como solemnes de esta Junta. El primero sería reconocer el significativo legado de esa Ley Orgánica. Dos, exhortar a las autoridades del Banco Central y otras entidades financieras a continuar con su dedicación para seguir haciendo el buen trabajo que se supone que hacemos. Tres, este es un signo de los tiempos. No sé, solicitar a la Asamblea Legislativa su apoyo con el fin de fortalecer la autonomía del Banco Central, con el fin de que éste, desde los ámbitos de su competencia o de sus competencias, continúe con la promulgación de las mejores condiciones económicas para los habitantes del país. Un cuarto que es un agradecimiento a...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Perdón, Róger, ahí hay dos 'con el fin de'. En este párrafo. En el tres.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

En el tres.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

'Su apoyo con el fin de fortalecer la autonomía, con el fin de que...'

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, no, ahí lo reviso.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

O sea, hay que revisar la redacción.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Hay que revisar. Muchas gracias, don Max. Muchas, muchas gracias. Ahí reviso eso. Lo otro es un agradecimiento a las distintas generaciones del Banco por su trabajo. Y luego, eso es... El cinco es invitar a la ciudadanía a participar activamente en la conmemoración del 75 aniversario. Y finalmente, estimular e impulsar la discusión de la historia, investigaciones y contribuciones del Banco Central, en los que se destaque la importancia de su autonomía como requisito para promover, de acuerdo con sus objetivos, la estabilidad macroeconómica como condición del crecimiento y desarrollo económico. ¿Estarían de acuerdo con eso? Hay alguien que no...

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Yo sugeriría, perdón, que tal vez como segundo punto, después de reconocer el significativo legado, sería declarar el año 2025.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Año del 75 aniversario, ¿verdad?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Muy bien.

SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:

Para darle un contexto, precisamente, a todas las actividades que se desarrollarían durante el año, pues conmemorando distintos aspectos de la contribución del Banco al país. Gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Importantísimo.

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

Don Róger.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí.

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

Don Róger. Si me permite una observación. En el dos habla de estabilidad financiera y demás, pero no veo en ninguna parte, no sé si no estoy leyendo bien. No veo en ninguna parte que se hable de la estabilidad de precios. O sea, se habla de estabilidad financiera, proveer. Pero, explícitamente no veo ningún punto en que se hable de estabilidad de precios.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Se habla de estabilidad macroeconómica y está implícito. No quise restringirlo a estabilidad de precios, porque eso es una ley más moderna, la del año 95. Y como es una conmemoración...

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

Sí, perdón...

SRA. HAZEL VALVERDE RICHMOND

Ahí está, perdón. Por eso pegué el artículo 4 en el *chat*. Yo también lo pensé, pero el tema de estabilidad de precios, como dice don Róger, no está en el articulado de la ley original. Y entonces, como era un acto conmemorativo en relación con la promulgación de la ley, por eso fue que la propuesta va un poco intentando mantener el lenguaje de la ley original. Nada más, como para cuál fue el fundamento para no ponerlo en ese sentido.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Sí, de hecho, esta muy bonito, ‘se le adscribe a la Junta el control de exportación de productos, etcétera’, eso que está, no existe, pero es darle ese contenido histórico. Y yo sí puse, en algunas partes, ‘promover estabilidad macroeconómica o el bienestar de la población’, que eso es el resultado final de la estabilidad de precios, pero estoy abierto.

SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:

No quiero retrasar esto, pero lo que se está es, ¿haciendo referencia y reconociendo la ley del 50 o al Banco Central, los 75 años de creación del Banco Central?

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

Ya habrá oportunidad de hacerle reconocimiento al Banco con las actividades, con lo que se escriba, con las jornadas de investigación, con varias cosas, con los proyectos de ley, etcétera. En este momento, yo me adscribo al hito histórico de lo que se estaba hablando hace 75 años.

Compañeros, ¿quiénes están de acuerdo en...? Voy a quitarlo, ¿quiénes estamos de acuerdo con la redacción? Bueno hay que hacer unos cambiecitos de redacción, pero...entonces, veo a don Max, don Jorge, doña Silvia, don Juan, doña Marta, mi persona. ¿Le damos firmeza a la declaración del año del 75 aniversario? Entonces, don Max, doña Silvia, don Jorge, don Juan, doña Marta, Róger, los seis miembros por unanimidad acuerdan en firme la declaración del año 2025 como el año del 75 aniversario de la creación del Banco Central de Costa Rica.

Señores, increíblemente, damos por terminada la sesión del día de hoy y cumplimos la agenda. Nos vemos...

SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:

Muchas gracias.

SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:

A ustedes, las gracias, nos vemos el jueves. Se levanta la sesión”.

Analizado el tema, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica,

al considerar que:

A) La *Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica*, ley 1130, del 28 de enero de 1950, creó

el Banco Central de Costa Rica como una entidad autónoma de derecho público.

B) La mencionada Ley separó jurídica, administrativa, financiera y funcionalmente el Departamento Emisor del Banco Nacional de Costa Rica de ese Banco y le dio el nombre que de acuerdo con sus funciones específicas le correspondía, de Banco Central de Costa Rica.

Además, se le adscribieron los organismos que llevaban los nombres de Junta de Control de Exportación de Productos y Superintendencia de Bancos, y se puso a su cargo la Administración General de Rentas, por considerarse todas ellas, en esa época, funciones propias de la banca central.

C) El Banco Central de Costa Rica, desde su creación hace 75 años, ha sido un pilar de la economía nacional, con su función de proveedor de medios de pago de acuerdo con las necesidades de la economía, a la vez que ha propiciado las condiciones para un adecuado desarrollo y funcionamiento del sistema financiero del país.

D) Además de proveer el dinero primario para el funcionamiento de la economía, su objetivo principal siempre ha estado ligado con la estabilidad macroeconómica y con la promoción de condiciones adecuadas al desarrollo sostenible de Costa Rica, donde destaca, en los últimos 30 años, el mantener la estabilidad del valor interno y externo de la moneda.

E) La conmemoración de los hitos significativos en la historia del Banco Central es una oportunidad para reflexionar sobre sus responsabilidades y retos, así como redoblar esfuerzos hacia la consecución de sus objetivos de contribuir con la estabilidad económica y el bienestar de todos los habitantes del país.

dispuso por unanimidad y en firme:

1. Reconocer el significativo legado de la Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica y su impacto positivo en la vida económica del país.
2. Declarar el 2025, como el año de la conmemoración del 75 aniversario de la creación del Banco Central de Costa Rica.
3. Exhortar a las autoridades del Banco Central y a todas las entidades financieras a continuar con su dedicación para fortalecer la estabilidad financiera, y promover prácticas responsables y sostenibles en el ámbito económico.
4. Solicitar a la Asamblea Legislativa su apoyo para fortalecer la autonomía del BCCR con el fin de que éste, desde los ámbitos de sus competencias y responsabilidades, continúe con la promoción de la mejora de las condiciones económicas de los habitantes del país.
5. Agradecer al personal del Banco Central, presente y pasado, por su compromiso y esfuerzo inquebrantable en el cumplimiento de los objetivos de la Entidad.
6. Invitar a la ciudadanía a participar activamente en las conmemoraciones del 75 aniversario, dada la importancia del Banco Central en el bienestar y progreso económico de Costa Rica.
7. Estimular e impulsar la difusión de la historia, investigaciones y contribuciones del Banco

Central, en las que se destaque la importancia de su autonomía como requisito para promover, de acuerdo con sus objetivos, la estabilidad macroeconómica como condición indispensable del crecimiento y desarrollo económicos.

Comunicar a: Presidente del Banco, diario oficial La Gaceta, Asamblea Legislativa, Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, superintendencias, (c.a: Gerencia, Auditoría Interna).

A LAS 12:52 HORAS FINALIZÓ LA SESIÓN.

ÍNDICE:**ARTÍCULO 1**

Constancia de: a) reunión de trabajo, b) participación remota, c) tardía y d) inasistencia. Pág. 1

ARTÍCULO 2

Aprobación del orden del día. Pág. 2

ARTÍCULO 3

Se dieron por recibidos los comentarios de los miembros de la Junta Directiva referentes a varios temas administrativos. Pág. 2

ARTÍCULO 4

Se aprobó el Informe de Política Monetaria a enero 2025, elaborado por la División Económica y la División Análisis de Datos y Estadísticas. Pág. 5

ARTÍCULO 5

Se aprobó la propuesta de acuerdo relacionado con las actividades en conmemoración del 75° aniversario de la promulgación de la Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica. Pág. 111