

**“Proyecto”****SESIÓN 6262-2025**

Acta de la sesión extraordinaria seis mil doscientos sesenta y dos - dos mil veinticinco, celebrada virtualmente por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, a partir de las doce horas con dieciséis minutos del jueves diecinueve de junio 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, Max Soto Jiménez, Silvia Charpentier Brenes, Jorge Guardia Quirós y Juan Andrés Robalino Herrera, así como con la de los funcionarios: Pablo Villalobos González, gerente del Banco Central de Costa Rica, Karol Zúñiga Castro, directora interina de la División Asesoría Jurídica, José Joaquín Vargas Guerrero, auditor interno, Alonso Alfaro Ureña, economista jefe del Banco Central de Costa Rica, Bernardita Redondo Gómez, directora de la División Gestión de Activos y Pasivos, Gabriela Saborío Muñoz, directora interina de la División Análisis de Datos y Estadísticas, Eduardo Jiménez Murillo, director interino del **Departamento** Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva, Celia Alpízar Paniagua, secretaria general interina, y Mariano Segura Ávila, asesor de la Presidencia del Banco Central.

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

Se deja constancia de que esta sesión extraordinaria inició a las doce horas con dieciséis minutos, debido a que los miembros de la Junta Directiva realizaron una reunión de trabajo desde las nueve horas y hasta las doce horas con quince 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, Max Soto Jiménez, Silvia Charpentier Brenes, 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: Pablo Villalobos González, Karol Zúñiga Castro, José Joaquín Vargas Guerrero, Alonso Alfaro Ureña, Bernardita Redondo Gómez, Gabriela Saborío Muñoz, Eduardo Jiménez Murillo, Celia Alpízar Paniagua y Mariano Segura Ávila. Adicionalmente, se deja constancia de que los señores, Nogui Acosta Jaén, ministro de Hacienda, Iván Villalobos Valerín, director de la División Asesoría Jurídica, Henry Vargas Campos, director de la División Análisis de Datos y Estadísticas, y Carlos Mora Gómez, director interino del Departamento Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva; no participaron en esta oportunidad. Los señores, Villalobos Valerín, Vargas Campos y Mora Gómez fueron sustituidos por las señoras, Karol Zúñiga Castro, directora interina del Departamento de Gestión Jurídica, adscrito a la División Asesoría Jurídica, Gabriela Saborío Muñoz, directora del Departamento Captura y Depuración de Datos, adscrito a la División Análisis de Datos y Estadísticas, y el señor Eduardo Jiménez Murillo, funcionario del Departamento Gestión de Riesgos y Cumplimiento, adscrito a la Junta Directiva, respectivamente.

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

**“Proyecto”**

grabación de la sesión se encontraba en curso. Al respecto se transcribe lo siguiente:

**“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Buenas tardes, compañeros. Damos inicio a la sesión extraordinaria 6262-2025, de hoy jueves 19 de junio de 2025. Antes de continuar, por favor, verifiquemos que hay una grabación en nuestros equipos. Doña Marta, doña Silvia, don Juan, don Max, don Jorge, mi persona, seis miembros de la Junta atestiguamos que hay una grabación en este momento y, por lo tanto, estamos siendo grabados”.

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

De inmediato, se entró a conocer el orden del día. Sobre este asunto, se transcribe lo siguiente:

**“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Someto a consideración la aprobación del orden del día, pero les solicito, por favor, si están de acuerdo, que excluyamos el asunto 5.1. En este momento, sobre todo por limitaciones de tiempo. Los que estarían de acuerdo en aprobar el orden del día con la exclusión del asunto 5.1, por favor, manifestémoslo. Don Jorge, doña Silvia, don Max, doña Marta, mi persona, don Juan, todos de acuerdo en excluir el asunto 5.1 y, por lo tanto, se aprueba el orden del día con la exclusión antes mencionada”.

La Junta Directiva,

**convino en:**

aprobar el orden del día, modificándolo en el sentido de excluir el asunto 5.1, referente al criterio del proyecto de Ley Interpretación Auténtica del artículo 32 de la Ley 8634, del 23 de abril de 2008, Ley Sistema de Banca para el Desarrollo, para Proteger la Suficiencia Patrimonial de los Bancos Estatales, contenido en el expediente 24.723.

**ARTÍCULO 3.** *Asunto confidencial relacionado con un procedimiento administrativo.*

*Se deja constancia de que, el asunto a que refiere el presente artículo es de índole confidencial, de conformidad con lo establecido en los artículos 6 de la Ley de Control Interno y 273 de la Ley General de la Administración Pública.*

**ARTÍCULO 4.** *Continuación del análisis de la revisión del nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM), a junio 2025.*

*Los señores, Betty Sánchez Wong, directora del Departamento Análisis y Asesoría Económica, Evelyn Muñoz Salas, directora del Departamento Investigación Económica, Julio Rosales Tijerino, director del Departamento Estabilidad Financiera, Natalia Villalobos Medina, Álvaro Solera Ramírez, Guillermo Picado Abarca, Melissa Herra Leandro, Christopher Sanabria Quesada, Carlos Brenes Soto, Susan Jiménez Montero, Esteban Sánchez Gómez, César Ulate Sancho, Fabio Gómez Rodríguez y Catalina Sandoval Alvarado, todos funcionarios de la División Económica, así como Rosa Ruiz Vásquez, Jacqueline Zamora Bolaños y Víctor Sanabria Sandoval, todos funcionarios de la División Análisis de Datos y Estadísticas,*

**“Proyecto”**

1 *participaron en el análisis del asunto al cual se refiere este artículo.*

2  
3 En línea con lo dispuesto en el artículo 7 del acta de la sesión 6261-2025, celebrada  
4 el 18 de junio de 2025 y en atención de las fechas indicadas en el calendario establecido para las  
5 reuniones de política monetaria para el 2025, aprobado por la Junta Directiva, en el artículo 10 del  
6 acta de la sesión 6223-2024, del 7 de noviembre de 2024, la Junta Directiva conoció una propuesta  
7 de la División Económica, conducente a revisar el nivel de la Tasa de Política Monetaria, a junio de  
8 2025.

9  
10 De la discusión de este asunto, se transcribe lo siguiente:

11 **“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

12 Ahora sí, llamemos a los compañeros de la División Económica, de las divisiones económicas y de  
13 datos, para continuar con... y a Pablo y a todos, para continuar con la Junta.

14  
15  
16 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

17 Aquí está don Pablo, don Róger.

18  
19 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

20 Don Pablo, mientras se integran los demás compañeros de la Junta, ya iniciamos, ya vamos a ir  
21 directo a la continuación de la decisión de Tasa de Política Monetaria, pero antes, pregunté si había  
22 asuntos de la administración y a usted, no lo teníamos aquí. ¿Si hay algún asunto que quiera  
23 comunicar, preguntar o decir, en este momento?

24  
25 **SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:**

26 No, gracias.

27  
28 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

29 Perfecto. Don Alonso, si le parece, vaya de una vez, cargando la presentación y que la gente se vaya  
30 uniendo.

31  
32 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

33 Regálenme un segundito, es que siempre la presentación la comparte Natalia. Celia, ¿ya los están  
34 llamando?

35  
36 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

37 Sí, señor, ya los llamamos.

38  
39 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

40 Perfecto.

41  
42 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

43 Ya está por acá Natalia.

44  
45 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

46 Sí, muchas gracias. Natalia, si gusta, puede empezar a compartir para aprovechar bien el tiempo.  
47 Don Róger, ¿le parece si empiezo? Voy a iniciar. Entonces...

48  
49 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

**“Proyecto”**

1 Tenía el micrófono apagado, adelante. Lo había dejado encendido y la Secretaría me lo apaga.

2

3 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

4 Muchas gracias.

5

6 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

7 Perdón, disculpe, don Róger, es que tenemos un problema con un eco, por eso es que se lo apagamos,  
8 disculpe.

9

10 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

11 Usted hace lo que tiene que hacer, no se preocupe. Adelante.

12

13 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

14 Iniciamos, con esta continuación del análisis de política monetaria, recapitulando la información  
15 que compartimos ayer, en la parte internacional, el crecimiento económico para el mundo y Estados  
16 Unidos es similar al que habíamos previsto en el Informe de Política Monetaria de abril, en las  
17 revisiones que hacen OCDE y Banco Mundial.

18

19 En el primer trimestre de este año, la actividad económica creció a un ritmo moderado, continuó un  
20 proceso inflacionario que se da en esa condición, pese a la alta volatilidad que está caracterizando  
21 incrementos recientes del precio del petróleo y eso genera aumento de riesgos en este proceso.

22

23 Hay decisiones recientes a la baja de los diferentes bancos centrales, por ejemplo, se anunció el día  
24 de hoy, bajas de los bancos de Noruega, Suiza y Suecia en adición a lo que habíamos comentado el  
25 día ayer y algunos mantienen la tasa en el mismo nivel, como fue el caso de la Reserva Federal que  
26 se anunció el día de ayer y el caso del Banco de Inglaterra que decidió mantener la tasa. En general,  
27 priva la cautela...

28

29 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

30 Y Chile, Alonso, Chile también.

31

32 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

33 Chile, mantuvo también.

34

35 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

36 Ese caso es relevante, porque tiene una meta similar a nosotros, tiene metas de inflación, es  
37 latinoamericano, etcétera.

38

39 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

40 Efectivamente. Si bien, la incertidumbre en general ha bajado con respecto a algunas semanas atrás,  
41 permanece elevada ante tensiones comerciales y escalada en conflictos globales. En el ámbito  
42 nacional, la economía se ha desacelerado especialmente, en el régimen definitivo, en el agregado la  
43 tasa interanual fue de 3,4 en la serie de tendencia ciclo, la inflación está en un valor negativo, en  
44 mayo y esto es a causa de la evolución de precios de bienes agrícolas y combustibles.

45

46 En el ámbito fiscal ha habido una mejora, en cuanto al superávit primario y una reducción en la  
47 carga de intereses, los movimientos de tasa de interés han ido en la dirección de reducciones, aunque  
48 a ritmos diferentes. Se mantiene un premio negativo en colones desde hace bastante tiempo, hay  
49 una reducción con respecto a finales del año pasado en la liquidez que hay en el MIL, aunque sigue

**“Proyecto”**

1 alta, esa liquidez. La trayectoria de los agregados monetarios y de crédito no parece incubar futuras  
2 presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación y hay una disponibilidad de divisas que  
3 ha generado una ligera apreciación de la moneda, pero también, eso ha permitido restituir la mayor  
4 parte de compras que ha hecho el Banco Central, para el sector público no bancario.

5  
6 Quería retomar, brevemente, una discusión que estuvo el día de ayer sobre los diferentes elementos  
7 que afectan el riesgo del país en este indicador del EMBI y tal vez, quisiera ser más preciso. El  
8 punto base de este indicador son los bonos del tesoro de Estados Unidos, cuando las personas tienen  
9 una alta confianza, por ejemplo, en el crecimiento económico, perspectivas hacia futuro de la  
10 economía global, la gente tiende menos a refugiarse en este tipo de activos, eso es como decir, el  
11 dinero debajo del colchón es el más seguro y cuando hay perspectivas positivas tienden a buscar  
12 otras opciones para colocar los ahorros.

13  
14 Por el contrario, cuando las personas tienen poca confianza en el crecimiento económico, las  
15 perspectivas económicas, buscan este activo como refugio. Eso significa que cuando hay malas  
16 noticias el precio de este activo sube, porque es el de refugio y cuando hay malas noticias y la gente  
17 busca ese refugio, tiene un impacto en el precio que sube y eso baja el rendimiento, lo opuesto es,  
18 cuando hay buenas noticias, cuando hay buenas noticias la gente busca otras opciones y el precio  
19 de este activo baja, porque baja su demanda.

20  
21 Entonces, eso genera movimientos distintos de, tal vez, que pudo haber sonado ayer, contraintuitivo  
22 en el sentido de que cuando hay demanda por estos activos de refugio, ese precio tiende a subir,  
23 pero eso es cuando hay malas noticias. Cuando hay buenas noticias, el apetito se va hacia activos  
24 de mayor riesgo como acciones y bonos, entre otros. Entonces, eso es el movimiento de los bonos  
25 en Estados Unidos y eso es opuesto al indicador nuestro, porque cuando suben los rendimientos de  
26 esos bonos, se acercan más a los nuestros. Entonces, esa es la razón por la que podría haber parecido  
27 un poco contraintuitiva en la discusión de ayer.

28  
29 Otro elemento que era importante destacar y que se nos solicitó, fue temas de flujos de capital  
30 financiero y tenemos ejemplos de 12 países aquí, incluyendo Costa Rica. En algunos de estos hay  
31 una... no estamos calculando exactamente un premio, simplemente, la diferencia entre las tasas  
32 respectivas de política monetaria, de cada uno de estos países con respecto a la tasa de referencia de  
33 Estados Unidos. La conclusión es que, no pareciera haber un patrón sistemático, por ejemplo, en  
34 estos países que presentan un premio negativo, por ejemplo, Corea del Sur, en esto, los activos son  
35 la salida de flujos financieros hacia el exterior y Corea del Sur es un país que emite mucha inversión  
36 hacia el exterior y por eso tiene los activos como altos, en cada uno de estos trimestres que tenemos  
37 en este gráfico.

38  
39 Las barras azules son los pasivos, que es el ingreso de capitales y un ejemplo, por ejemplo, sería  
40 inversión extranjera directa, si quieren, que sería la analogía cuando hay un flujo en inversión  
41 extranjera directa, sería un pasivo incremental, pero el mensaje en general es que aún en estos países  
42 que tiene un diferencial negativo de tasa de interés, el comportamiento de estos flujos parece estar  
43 más relacionado con características específicas de la región o del país.

44  
45 Podemos ver en la siguiente diapositiva, por ejemplo, la zona del euro que durante todo el 2024, la  
46 mayoría tuvo altos flujos, tanto de activos como pasivos y no parecen estar directamente  
47 relacionados con estos diferenciales de tasa, en el caso, podemos ver también aquí el caso de Costa  
48 Rica en el que tuvimos un alto, un ingreso relativamente más alto de pasivos en la mayor parte de  
49 2024. En la última diapositiva, tenemos países que, más bien, tienen un diferencial positivo y más

**“Proyecto”**

1 bien...

2  
3 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

4 Alonso.

5  
6 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

7 Sí señor.

8  
9 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

10 Mucho cuidado, no, pero es que está bien la presentación de que no hay un patrón, pero la conclusión  
11 para Costa Rica es incorrecta ¿verdad? Porque Costa Rica lo que hace es inversión directa y la  
12 relevante en este caso es, en el lenguaje de balanza de pagos, es lo que llaman inversión de cartera,  
13 o sea, es la atracción de ahorro externo en busca de un rendimiento financiero, la inversión directa  
14 es la atracción de ahorro externo que busca un rendimiento por actividad económica, para hacer  
15 rentable alguna actividad y después, se pueden [...] en el país y ahí generan utilidades.

16  
17 Entonces, lo del 2024 no es un buen ejemplo, porque lo que estamos viendo del 24, 23, no sé, si del  
18 mismo 22, en Costa Rica fue por los ingresos de inversión directa, la reinversión de utilidades es la  
19 de cartera, está ahí en la información, pero creo que todavía falta detallarlo más, porque es ese  
20 componente específico, porque es el efecto portafolio.

21  
22 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

23 Sí, el ejemplo que di, tal vez, quería ilustrar un poco cuál es el comportamiento del pasivo, pero lo  
24 que está en el gráfico son específicamente, abajo está la nota que dice que es, otra inversión,  
25 monedas y depósitos e inversión de cartera que son títulos de deuda, acciones y fondos de inversión  
26 y hemos tenido un incremento de los pasivos en el 24. Este es, específicamente, flujo de capital  
27 financiero.

28  
29 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

30 Pero cuidadito, todavía hay más. Es por endeudamiento externo o por lo que observamos por..., en  
31 algún momento las GDN de un banco que lo hizo como en el 2014, esa atracción de ahorro que la  
32 gente buscando rentabilidad se viene. Porque lo que yo he consultado es que en Costa Rica no hay  
33 evidencia reciente, o no la hubo, de que el aumento de las tasas de interés trajera recursos del  
34 exterior. Hay recursos del exterior que siguieron entrando por endeudamiento.

35  
36 Entonces puede ser que la decisión que tiene usted, esa nota al pie de página tenga los bonos. Pero  
37 eso no vino, eso fue un esfuerzo deliberado del Gobierno de ir a buscar bonos, no fue ahorrantes  
38 que se trajeron los recursos aquí por un diferencial de tasas de interés autónomamente. No sé si me  
39 explico.

40  
41 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

42 Sí, aquí no estamos presentando una desagregación entre la parte privada y la parte pública, pero  
43 estamos presentando el agregado para todos los países y en este caso sí hay un incremento de los  
44 pasivos. No sé, Betty, si usted quisiera complementar un poco la explicación.

45  
46 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

47 Sí, no, correcto. Lo primero, pero ya lo aclaró usted, que estos son una aproximación de un  
48 movimiento financiero. Es lo que en la balanza de pagos responde a ese apellido de movimientos  
49 en la cuenta financiera por monedas y depósitos e inversión de cartera. Y ahí, usted, don Róger,

**“Proyecto”**

1 tiene razón en el sentido de que ahí está todo lo público y lo privado. Quizás el caso de Costa Rica  
2 llama la atención que, precisamente, en el 24 hacia el mes de marzo, más o menos, o en este primer  
3 cuatrimestre, la diferencia entre la tasa local y la tasa de Estados Unidos o la TPM y la tasa de los  
4 fondos federales se hace negativa y los flujos, que es el pasivo, son positivos, eso es contraintuitivo.

5  
6 O sea, como le explico, la analogía que suele hacer o la inferencia que se dice, bueno, si hay una  
7 diferencia en tasas negativa fomenta la salida de capitales, pues no lo vimos en el caso de Costa  
8 Rica con este indicador. Probablemente, hay que depurar más el indicador, pero eso es lo que  
9 hicimos para toda esta muestra de países. Y la línea es la misma, o sea, estamos tomando el mismo  
10 componente de la balanza de pagos en todos los países.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

11  
12  
13 Sí, ahí, cuando usted dice contraintuitivo es, cuánto peor le pago en Costa Rica, vienen más recursos.

**SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

14  
15  
16 Exactamente, sí, señor. Entonces, el mensaje, cada país tiene sus características, habría que entrar a  
17 ver qué hay detrás de esos movimientos en cada una de las naciones acá representadas.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

18  
19  
20 En el caso... sí, muchas gracias, Betty. En la última diapositiva, tenemos países que, por el contrario,  
21 más bien tienen una tasa mucho más alta que la de la Reserva Federal. Y en ese caso, por ejemplo,  
22 para anotar uno en el caso de Perú, una salida de... o un incremento de los activos en el exterior en  
23 el tercer y cuarto trimestre del 24, manteniendo una tasa que era ligeramente superior a la de la  
24 Reserva Federal. Entonces, el mensaje es que no parece haber una, sistemáticamente algo. Estoy  
25 seguro de que podemos desagregarlo, desgranarlo mucho más para futuras ocasiones, pero esta es  
26 la información preliminar que pudimos construir, que es comparable entre los países. Y teniendo la  
27 muestra, países que tienen tasas inferiores y tasas superiores a la de la Reserva Federal.

28  
29 Continuamos con las proyecciones que les comentamos el día de ayer para el segundo y tercer  
30 trimestre del 2025. Informamos el modelo con las proyecciones de corto plazo que tenemos de los  
31 modelos satélites y la trayectoria central es la trayectoria más probable. Hay riesgos inclinados a la  
32 baja mayoritariamente, pero ese es el ejercicio. Le voy a dar, como complemento a esta proyección  
33 central que tenemos, hicimos varios ejercicios de análisis de posibles choques en el precio del  
34 petróleo y Evelyn nos los puede comentar en las siguientes diapositivas.

**SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

35  
36  
37 César va a empezar con estas primeras dos.

**SR. CÉSAR ULATE SANCHO:**

38  
39  
40 De acuerdo, ¿cómo están? Lo primero que planteamos son los escenarios solicitados del precio del  
41 petróleo, específicamente el WTI por barril. Acá tenemos cuatro escenarios. Estos escenarios, como  
42 se muestra en el gráfico, tratan de incorporar el reciente choque. Si bien es importante aclarar que,  
43 si bien de momento el precio internacional ha aumentado producto de ese choque, todavía está en  
44 niveles inferiores a los que se tenían el año anterior a la misma fecha. Y en este caso seleccionamos  
45 dos puntos que es cerca de los USD 90 por barril y cerca de los USD 100 por barril. En el escenario  
46 uno y tres el choque se revierte, entonces, es temporal y en el escenario dos y cuatro se mantienen  
47 en ese nuevo nivel.

48  
49 También, calculamos la probabilidad asociada a cada uno de estos de estos escenarios de acuerdo

**“Proyecto”**

1 con los valores que se observan desde el 2010 hasta el último observado en 2025, segundo trimestre.  
2 Y tiene un escenario en donde los precios del petróleo estén en 89 o 90 por barril, está cercano al  
3 25% de probabilidad condicionada a lo que se ha registrado de esos valores en el último periodo y  
4 arriba de los USD 100 por barril es poco menor al 10% o en este caso un 9%. Acá lo que se hace es  
5 tener concordancia en el escenario, tanto para el aumento de los precios del petróleo como lo que  
6 implicaría en inflación externa, crecimiento de Estados Unidos y lo que implican estos supuestos  
7 que guarden concordancia en la modelación de escenarios en el caso de Costa Rica.

8  
9 Para complementar esta diapositiva, en la siguiente tenemos la información de pronósticos de corto  
10 plazo que tiene la administración de información de energía de los Estados Unidos, que es una de  
11 las mejores fuentes de información de pronósticos. Ellos recogen, de diferentes negociaciones de  
12 futuros, para el caso de hacer pronósticos en el WTI, esta información la publican una vez al mes,  
13 al inicio y si bien la recogen y hacen unas proyecciones semanales no incluyen la parte de precios  
14 en esas proyecciones semanales, está el 5 de junio y los escenarios que planteamos son concordantes  
15 con esa información que se tenía el 5 de junio, incluso en el escenario más catastrófico registrado  
16 por parte de la oficina o de administración de la oficina de energía, en donde, con uno en el intervalo  
17 de confianza, estarían en el 95% de probabilidad que es esa línea verde que se ve en el gráfico,  
18 incluso, ese escenario, está dentro del rango de los que estamos planteando actualmente de 89 y  
19 USD 100 que, incluso, quedaría antes de ese escenario.

20  
21 ¿Doña Evelyn, no sé si quiere que continúe o...?

22  
23 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

24 Sí, como quiera, o si quiere lo retomo yo aquí y pasamos a la siguiente.

25  
26 **SR. CÉSAR ULATE SANCHO:**

27 Adelante.

28  
29 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

30 Esos escenarios en el tiempo se verían de esta forma, bueno, los niveles, el escenario uno y el  
31 escenario tres son transitorios vemos un choque que se mantiene por unos tres trimestres y luego se  
32 revierte y en el escenario dos y cuatro que son permanentes, se da ese choque a 90 y a USD 100 por  
33 barril y se mantiene en el tiempo en valores cercanos a ese choque.

34  
35 Es importante tener presente que esos son precios, son niveles y para efectos de modelar inflación,  
36 nos interesa las variaciones interanuales o trimestrales de estas variables, entonces, la línea continua  
37 es lo que tenemos en el escenario base, las líneas en rojo son el choque que es similar en magnitud  
38 al que vimos ayer, entonces, al inicio hay un incremento en esa variación interanual pero el choque  
39 se revierte. En el caso del transitorio, también el choque se revierte, sin embargo, bueno, llega a cero  
40 ya ahí se mantiene. Y, esto es lo que utilizamos para ver los resultados que están en la siguiente  
41 filmina, si gusta pasamos.

42  
43 En términos de inflación, en el caso uno, en que los precios llegan a 89, 90 a partir del tercer trimestre  
44 de este año, efectivamente, hay una respuesta al alza en inflación que nos llega, nos llevaría en el  
45 primer trimestre del 26 al 2,3. Este choque es un poquito más fuerte que el que vimos ayer, por eso  
46 el valor de inflación aquí es un poquito más alto que el que comentamos ayer. La Tasa de Política  
47 Monetaria responde poco, porque el choque es a un precio sobre el cual el Banco no tiene  
48 directamente efectos, sino que la reacción es por las expectativas y para tratar de contener algunos  
49 efectos de segunda ronda, pero igual, la tasa de política reacciona la alza con respecto al escenario

**“Proyecto”**

1 base.

2

3 En el siguiente...

4

5 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

6 Evelyn.

7

8 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

9 Sí, señora.

10

11 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

12 Evelyn, este 2,32 ¿es el impacto único de petróleo? O sea, no incluye, porque como dice inflación,  
13 aquí estaríamos..., esto es lo que le agregaría al aumento de precio ¿o ya incluye todo el resto que  
14 incluye la inflación? O sea, incluye todo, los regulados, no regulados, todo, más el impacto de los  
15 precios del petróleo. El resultado que tendríamos sería 2,32, no es el efecto aislado.

16

17 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

18 No es el efecto aislado, correcto, ya ese es el resultado del modelo en su....

19

20 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

21 El resultado de inflación. Perfecto, gracias.

22

23 **SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

24 La siguiente; podemos ver estos escenarios, pero para el segundo caso en donde el precio sube a  
25 valores cercanos a los USD 100. Es el que tiene una menor probabilidad de ocurrencia de acuerdo  
26 con lo que hemos visto y aquí, el incremento en inflación en ese trimestre sí sería un poco más alto,  
27 tampoco nos lleva a salir del rango de tolerancia alrededor de la meta y de forma consecuente,  
28 también, la Tasa de Política Monetaria reaccionaría, como lo mencioné antes, para tratar de contener  
29 que ese choque contagie al resto de la economía, tratar de contener las expectativas y entonces, si  
30 se mantiene en valores un poquito más altos de los que vimos en el choque anterior. Creo que ya  
31 eso es. Gracias.

32

33 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

34 Muchísimas gracias, Evelyn, por la presentación de esos escenarios adicionales de estrés. Podemos  
35 continuar con la siguiente, que la vimos el día de ayer, en la que veíamos que la brecha del producto  
36 se mantendría en la proyección, en valores cercanos a cero, resulta...

37

38 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

39 Perdón, Alonso, es que me quedé un toquecito.

40

41 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

42 Yo también.

43

44 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

45 Lo que decía Evelyn, esos son los impactos en inflación ante un choque, ya sea de USD 100 el barril  
46 o el otro.

47

48 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

49 90.

**“Proyecto”**

---

---

1

**SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

2 Aquí, 2,68 y el efecto aquí continúa, pero esto, esa continuación sería sin suponer que se incrementa  
3 la Tasa de Política Monetaria, o sea, con la tasa que se mantiene o ¿habría algún tipo de reacción de  
4 política o....?

5

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

6 Hay reacción de política.

7

**SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

8 En ambos escenarios hay reacción de política.

9

**SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

10 Hay reacción de política, subiendo la tasa.

11

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

12 Claro.

13

**SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

14 Subiendo la tasa.

15

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

16 Lo que pasa es que inicialmente no la suben porque, ellos reconocen, me parece excelente lo que  
17 han hecho, reconocen que es un choque exógeno, pero lo que hemos hablado de otros mecanismos,  
18 ¿qué ocurre con las expectativas de inflación y qué ocurriría con algunos posibles eventos de  
19 segunda ronda? Entonces, en ese momento, cuando la inflación está subiendo no por el choque  
20 original del petróleo, sino por esas externalidades, por llamarlo así, o efectos colaterales, entonces  
21 ahí si entra la política monetaria.

22

**SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

23 *Okey.*

24

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

25 Siempre que presentamos el modelo, los resultados del modelo incluyen una dinámica, una  
26 trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que lo vemos más adelante. En todos estos casos el  
27 comportamiento es relativamente similar en que baja un poco y luego sube, pero sí se permite que  
28 reaccione ante los nuevos eventos inflacionarios. Perdón, interrumpí que, alguien iba a hablar.

29

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

30 No, nada más, para enfatizar un par de cositas. Primero, baja la Tasa de Política Monetaria y después,  
31 sube y los cambios son bastante reducidos.

32

**SRA. EVELYN MUÑOZ SALAS:**

33 Sí, correcto.

34

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

35 Gracias.

36

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

**“Proyecto”**

1 Continúo, muchísimas gracias. Entonces, veíamos que la brecha del producto que tenemos  
2 actualmente sería ligeramente inferior a la que veíamos en abril, así como las expectativas de  
3 inflación que estarían en el horizonte de proyección cercanas al 2,6. Evaluando la postura de la  
4 Política Monetaria, la información que tenemos nos indica que estamos en un rango de neutralidad,  
5 midiéndolo con las expectativas de la encuesta y las de mercado.

6  
7 Básicamente, el ejercicio sería la última columna del cuadro que ustedes tienen por ahí. Es  
8 sumarle... entre el... el rango sería 1 y 2 puntos porcentuales, entonces, en todos los casos, la tasa  
9 actual estaría en ese rango de neutralidad. La trayectoria que les comentaba previamente del modelo,  
10 del escenario base que tenemos es la que se presenta en este caso. En el largo plazo se utiliza la...

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

11  
12 La meta de inflación.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

13  
14  
15 La meta de inflación para sumarle... sí, exacto, la tasa real neutral y en el corto plazo se utilizan las  
16 expectativas de inflación que están ligeramente más abajo y, por eso, hay una trayectoria ascendente  
17 de esa Tasa de Política Monetaria. La próxima reunión es el 17 de julio, entonces, habrá cuatro...  
18 alrededor de cuatro semanas de espacio entre estas dos reuniones.

19  
20  
21 Reformulamos, gracias a las observaciones del día de ayer, el título con el que presentamos los  
22 riesgos, esos son los principales factores de riesgo que desviarían la inflación de la proyección  
23 central, unos a la baja y otros al alza. A la baja, uno muy importante, es que el crecimiento  
24 económico mundial sea inferior al proyectado, actualmente hay una proyección revisada a la baja  
25 de nuestra parte, que coincide con la que ha hecho la OCDE, el Banco Mundial. El riesgo sería que  
26 nuestros países, nuestros socios comerciales, tenga un crecimiento inferior al que prevemos  
27 actualmente.

28  
29 También, riesgos a la baja, que desviarían la inflación hacia la baja, son una trayectoria de precios  
30 de materias primas que sea inferior a la prevista actualmente. Y eso, a pesar de la incertidumbre, de  
31 temporalidad, de magnitud, de barreras arancelarias y conflicto de geopolíticos.

32  
33 El escenario que se plantea aquí, de estos riesgos son dos mundos muy distintos. Ayer lo comentaba,  
34 en el lado izquierdo en los riesgos a la baja, serían las cosas que hemos visto en los últimos días se  
35 solucionan y más bien, continúan... hay una reducción en esos insumos y en los costos de las  
36 materias primas. Perdón, y hablamos ayer de que no solo eran materias primas, sino que eran bienes  
37 en general que podrían reducir de precio por desviaciones de comercio, eso nos faltó corregirlo.

38  
39 Y, del otro lado, tenemos otro mundo muy distinto en el que hay choques de oferta porque se escalan  
40 los conflictos geopolíticos que hay actualmente, hay mayor fragmentación del comercio global y,  
41 los fenómenos climatológicos locales externos generan un impacto en los precios internacionales  
42 por eventos nuevos.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

43  
44 Alonso, disculpe la interrupción. Es que aquí, yo no sé si para presentación al público, pero aquí no  
45 se menciona para nada los precios del petróleo. Entonces, cuando decimos materias primas, eso creo  
46 que también lo discutimos ayer, incluiría el petróleo. Y, también, al alza, los choques de oferta, el  
47 escalamiento de conflictos geopolíticos, la principal variable que se afecta, no es todo, pero la  
48 principal variable que se afecta ahí es, los precios del petróleo.

**“Proyecto”**

1

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

3 Sí, lo vamos a hacer más explícito. Muchas gracias por la observación.

4

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

6 Y eso es todo un asunto de... tenemos que tener cuidado con la comunicación porque es la misma  
7 variable en dos opuestos, que son los precios del petróleo. Pero, tal vez será fácil hoy comunicarlo  
8 porque hoy es la conferencia de prensa, el reto de comunicación es para hoy, y es en el caso del  
9 petróleo, que lo que se ha observado, que el escalamiento del conflicto geopolítico, en la variable  
10 más visible de estas económicas que seguimos, hasta en eso hay que ser cuidadosos, porque hay  
11 otras variables como vidas humanas, [...] y demás, pero de lo que estamos observando aquí, es el  
12 precio del petróleo. En algún momento el día creo que estuvo en 77, ahora debe estar como por 76.  
13 Pero sigue, el escenario ayer era 75 y vea que ya vamos por arriba de eso.

14

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

16 Sí, ha tenido alta volatilidad; en este momento, creo que está 75, 80. De acuerdo, lo tenemos que  
17 incorporar en la comunicación y por supuesto, en la conferencia de prensa. Podemos pasar a la  
18 siguiente. El equipo de la administración, que trabaja en esto para hacer la recomendación, analizó  
19 con mucho detalle la información que tenemos el día de hoy.

20

21 Voy a presentarla, que es una reducción, la recomendación sería una reducción de 25 puntos base,  
22 para ubicar la tasa en 3,75 y voy a explicar las razones para eso. La discusión nuestra, del equipo,  
23 se centró en cuál podría ser ese nivel de reducción sugerido, en lugar de si ameritaba alguna  
24 reducción o no.

25

26 ¿Cuál es la información que tenemos actualmente? Tenemos datos del mercado laboral que reflejan  
27 estabilidad; sin embargo, hay datos de actividad económica que incluyen una desaceleración que,  
28 en nuestro criterio, no pasa desapercibida. Hay datos de comercio internacional, resultados fiscales  
29 que son alentadores en este momento, pero efectivamente, hay muchísima incertidumbre en los  
30 siguientes meses, en el futuro cercano.

31

32 La razón principal por la cual se hace esta recomendación y la discusión de la magnitud de la  
33 recomendación de cuánto se debería realizar una reducción es especialmente impulsada por el  
34 comportamiento del crecimiento de los precios. En este momento, tenemos un valor negativo y el  
35 análisis y las proyecciones que tenemos indican que la inflación en nuestra proyección central se  
36 mantendrá por debajo del rango de tolerancia en un año.

37

38 Hay algunos escenarios que hemos discutido en los que el precio de petróleo se mantiene alto,  
39 indicaría que se retornaría el rango de tolerancia en un horizonte más corto, pero incluso, en ese  
40 escenario de estrés, esos movimientos al alza no desviarían del objetivo inflacionario, eso sí,  
41 supuesto a que la Autoridad Monetaria reaccione a los diferentes movimientos.

42

43 El escenario global es de una altísima incertidumbre, eso lo reconocemos nosotros y es el lenguaje  
44 común de los bancos centrales y de los organismos multilaterales. Vemos riesgos inclinados, en este  
45 momento, a la baja en la inflación y simultáneamente, estamos viendo un mundo que en general  
46 puede crecer menos y esto puede tener un impacto en nuestro propio crecimiento. Podría ocurrir  
47 que, los choques de oferta que estamos viendo o los choques de crecimiento económico que estamos  
48 viendo en el resto del mundo, se puedan traducir, eventualmente, en una desaceleración del consumo  
49 doméstico y eso podría tener implicaciones adicionales en la inflación local.

**“Proyecto”**

---

---

1  
2 El tema de la incertidumbre está en comunicaciones que hacen bancos centrales, por ejemplo, Suecia  
3 indicó en la reducción que baja los tipos de tasa de interés ante tensiones comerciales y geopolíticas,  
4 incluso, dijo que abre la puerta a algunos recortes, y Perú, el Banco Central también adujo los efectos  
5 de la incertidumbre sobre la producción. Un mensaje...

6  
7 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

8 ¿Perú bajó o lo mantuvo igual?

9  
10 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

11 En la última reducción que hizo, adujo que los efectos de la incertidumbre sobre la producción  
12 fueron una motivación para esa reducción en ese momento. Betty, ¿me equivoco o fue...?

13  
14 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

15 Sí... O sea, se mantuvieron, pero en la última reducción sí adujeron.

16  
17 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

18 ¿Pero en la última mantuvieron?

19  
20 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

21 En la última mantuvieron.

22  
23 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

24 En la última sí, pero cuando redujeron la última vez.

25  
26 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

27 Cuando redujeron, sí. No, pero estamos hablando de lo que es reciente ahorita, de la coyuntura  
28 económica, de la incertidumbre y riesgos incrementados. Pero está bien, no les quito la verdad de  
29 que en algún momento Perú dijo que bajaba, pero estamos hablando de la coyuntura actual.  
30 Adelante.

31  
32 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

33 De acuerdo. Hay que recordar que, el Banco Central tiene herramientas para contener choques que  
34 actualmente tenemos como riesgos al alza y a la baja. La experiencia del 21 y el 22 fue exitosa en  
35 cuanto a una acción contundente y rápida para controlar la inflación y actualmente, el Banco Central  
36 tiene un nivel alto de reservas que contrasta con otros momentos de la historia. La recomendación  
37 que hacemos el día de hoy es congruente con recomendaciones previas que hemos hecho y tenemos  
38 nueva información, especialmente, la relacionada con precios, que refuerzan esa recomendación.

39  
40 La Junta Directiva tiene una altísima responsabilidad en la toma de este tipo de decisiones y,  
41 congruente con eso, la Administración toma muy seriamente la responsabilidad de hacer una  
42 recomendación y reconocemos -con toda la humildad del caso- que en las condiciones actuales algún  
43 movimiento podría tener efectos adicionales o incluso, potencialmente ir en una dirección incorrecta  
44 por la disponibilidad de la información económica que tenemos en este momento y especialmente  
45 de las variables que no son observadas.

46  
47 Sin embargo, en este momento, creemos que la recomendación de reducir 25 puntos base es la  
48 recomendación adecuada y prudente y con la mejor información disponible en este momento y así  
49 debe ser para todas las decisiones que, en adelante, tome el Banco Central. Eso era lo que quería

**“Proyecto”**

1 decir. Muchas gracias por su atención.

2  
3 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

4 Muchas gracias, Alonso. Muchas gracias, compañeros de la División. Yo inicio por felicitar el  
5 trabajo, ha sido maratónico porque trajeron más, en realidad, de lo que esperábamos y solicitamos  
6 ayer y es sumamente demandante. Agradezco y aprecio el esfuerzo y la recomendación que hace la  
7 División Económica; sin embargo, no coincido con ella. Hay un elemento que habla don Alonso,  
8 sobre la coherencia, hablo yo de la coherencia con el análisis, la coherencia con la recomendación  
9 anterior. Entiendo que la recomendación anterior, la última fue mantener dada la incertidumbre. Esa  
10 fue la última. Entonces, ahora tenemos incertidumbre incrementada. Los riesgos son mayores en  
11 este momento, al punto que ya vamos con uno más.

12  
13 Tenemos una situación internacional en que enfrentamos presiones inflacionarias que vienen por  
14 los precios del petróleo. Entonces, desde mi punto de vista, claro, yo respeto su punto de vista, son  
15 valoraciones distintas de cada quien. La coherencia en el análisis debería ser que, ante la  
16 incertidumbre incrementada, mantener la postura prudente del Banco Central en materia de  
17 inflación. Ahora me voy a ir... algo que he escuchado en la presentación de ayer y de hoy y es que  
18 hablan del valor negativo de la inflación interanual del mes mayo.

19  
20 Coincido, es el dato objetivo, pero ¿qué es lo que está detrás de eso? Ese valor negativo viene de  
21 una contracción monetaria, viene de un estrangulamiento de las condiciones monetarias. De hecho,  
22 la misma información que presenta la División Económica habla de una liquidez abundante. Sigue  
23 siendo muy abundante, menos abundante de lo que fue en algún momento, pero sigue siendo muy  
24 abundante. Un crecimiento del crédito, moneda nacional, no me hablo desde el otro crédito, duplica  
25 el crecimiento nominal del crédito, duplica en tasa de crecimiento el crecimiento real, el crecimiento  
26 nominal de la actividad económica. Entonces, por el crédito tampoco uno observa que haya un  
27 problema.

28  
29 Entonces, si bien coincidimos que puede haber un valor negativo de inflación, no coincido, al menos  
30 yo no observo, en toda la presentación no lo observé, que eso sea la consecuencia de una política  
31 monetaria restrictiva. Aún más, en apoyo a la tesis que sostengo, ustedes presentan que la Tasa de  
32 Política Monetaria está en la zona de neutralidad. Cuando se compara la Tasa de Política Monetaria  
33 real con lo que es la tasa neutral, estamos en esa neutralidad. Entonces, por ahí tampoco encuentro  
34 una razón monetaria como para pensar que tenemos una restricción monetaria que lleva a que la  
35 inflación sea negativa. Eso no, sigo sin encontrarlo.

36  
37 Mucho del análisis lo centran o lo enfocan a la inflación de IPC, pero nosotros hemos visto, hemos  
38 dicho muchas veces, para efectos de análisis de las fuerzas inflacionarias, que es relevante es la  
39 inflación subyacente y el promedio de los subyacentes. Tienen que precisarlo porque estaba entre  
40 0,8 y 0,9, últimamente.

41  
42 Ha sido positivo durante todo el período, años y entonces cuando uno observa ese 0,8 y 0,9, con  
43 respecto al valor mínimo del rango de tolerancia, vemos que no es tanta la distancia. Entonces, la  
44 razón monetaria de la inflación y cuál es el indicador de inflación para efectos de política que  
45 debemos tener. Hay riesgos crecientes, hemos dicho, para la inflación.

46  
47 Nunca lo hemos dicho, nunca el Banco Central, y eso tiene más de 50 años, que el Banco Central  
48 debe hacer política monetaria por aumento de los precios de petróleo o de cualquier otro bien o  
49 materia prima, nunca, nunca, pero nunca, el Banco lo ha dicho, pero el Banco si es consciente en el

**“Proyecto”**

1 [...] de la inflación y que hay efectos con expectativas y efectos segunda ronda, es ahí donde la  
2 política monetaria tiene un efecto, no para contener el choque inicial, deja que los precios se  
3 manifiesten y lo ha sido y creo que... tengo muchos años ya... en los últimos casi 20 años desde  
4 que el Banco entró en la práctica a un esquema similar de metas de inflación, muy tímidamente,  
5 hace 19 años hasta la fecha que ya lo declararon formalmente, el Banco va haciéndose la idea de  
6 permitir que el mercado resuelva lo de los precios y no es en sí la política monetaria la que trata de  
7 reprimir los precios.

8  
9 Entonces, de eso no se trata, pero sí reconocer la realidad de que hay precios, presiones sobre precios  
10 que vienen de los choques externos, cambian la dinámica inflacionaria, cambian el pensamiento que  
11 tiene los agentes económicos sobre cuál será la inflación. Cuando observamos la brecha de producto,  
12 sigue siendo casi cero, pero positiva. Puede ser que no es... es no negativa y, por lo tanto, tampoco  
13 observamos desde el punto de vista de la producción, con la observación objetiva que hay, que haya  
14 un problema de producción debido a la política monetaria.

15  
16 Hablamos del mercado laboral. Si no, Alonso, las noticias... yo me separo del análisis del valor  
17 puntual. Lo digo en las conferencias de prensa. La tendencia... había pedido unos gráficos de  
18 tendencia. No los presentaron, pero el gráfico de tendencia habla de que estamos... la tendencia es  
19 decreciente en el desempleo en Costa Rica y el último dato observado, pero, hay que tener cuidado,  
20 confirma eso, pero no es... no debería ser la única prueba porque son datos de una muestra que tiene  
21 una alta volatilidad.

22  
23 Y entonces, en la toma la decisión uno tiene que evaluar cuál es el costo del error, cuál es el costo  
24 del error de bajar la tasa, no es bajarla, se generan dinámicas que hemos hablado, que son uno de  
25 los riesgos que típicamente hemos estado, tenemos ya por mucho tiempo y un nivel considerable en  
26 algún momento es creciente, un premio negativo, entonces eso es un costo del error, de tener más  
27 de 300 puntos negativos en el ahorro en moneda nacional que puede generar desórdenes en el  
28 mercado cambiario. Reconocemos, probablemente, la probabilidad sea baja de que eso ocurra, eso  
29 yo lo reconozco, pero no es cero. Y habrá un momento, en el momento en que eso [...] y lo vimos  
30 en el 2008, 2014, 2017 y en alguna parte del período 2018 hasta junio, más o menos, del 2022.

31  
32 Entonces, no estamos hablando de algo que no es cierto, que no o que es de bajísima probabilidad  
33 o que nunca ha ocurrido, puede que las circunstancias actuales hagan que la probabilidad sea  
34 pequeña, pero es algo que debemos considerar y eso es el trabajo de la política monetaria, imaginar,  
35 en buena parte, los escenarios de mayor riesgo. Ahora, supongamos que mantenemos la tasa y no la  
36 hemos... la debimos haber bajado por un mes más, esa decisión va a ser revisada en cuatro semanas,  
37 como lo dijo Alonso, entonces, ahí sí estimo que el error... que el costo del error es muy pequeño  
38 y, por lo tanto, en forma de procesar la presentación que ustedes me han hecho es que las razones  
39 que me da el informe, precisamente, es para mantener la tasa.

40  
41 Voy a parar aquí y entonces, no sé quién... adelante, Alonso.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

42  
43 Don Róger, dos comentarios pequeñitos en... la recomendación en marzo fue mantener, justamente  
44 porque habíamos tenido datos de inflación recientes altos, en abril fue reducción, solo para  
45 recapitular eso...

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

46  
47  
48 Para la precisión, pero igual en marzo fue... pero yo recuerdo, por la alta incertidumbre, fue uno de  
49

**“Proyecto”**

1 los...

2  
3 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

4 Sí, especialmente porque teníamos desarrollos en la inflación doméstica que iban al alza. En abril,  
5 sí la recomendación fue bajar, y el... para la próxima, podemos traer el dato de tendencia en el  
6 desempleo. No... está hecho; no sabíamos que lo debíamos traer ahora. A la siguiente, lo podemos  
7 traer, con gusto.

8  
9 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

10 No, perfecto. Entonces, yo no sé, si los compañeros de Junta o alguien más quiera ir razonando su  
11 posición. Tal vez a don Jorge, que... no lo veo ¿dónde está, don Jorge? Ahí está don Jorge. Adelante,  
12 ahí veo la mano, adelante, don Jorge, no le había visto la mano. Adelante.

13  
14 **SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

15 Muchas gracias. Yo tengo algunas notas por escrito, producto de las discusiones que hemos tenido  
16 y también de los análisis que se han hecho o que hemos hecho en los últimos meses. Lo primero que  
17 quiero decir es que concuerdo, plenamente, con la recomendación y los análisis de la División  
18 Económica. Me parece que han hecho un muy buen trabajo, creo que en las circunstancias internas  
19 y externas que voy a describir ahorita es lo que procede.

20  
21 También quiero adelantar que en esta información he tenido en cuenta las recomendaciones de  
22 organismos internacionales como la Misión del Fondo Monetario Internacional que nos aconsejaron  
23 que si la inflación se rezagaba mucho y continuaba siendo negativa, era conveniente reducir la Tasa  
24 Política Monetaria. La OCDE vino también en esos mismos términos y, además, me parece a mí  
25 que ha habido otros economistas importantes en este país, algunos expresidentes del Banco Central,  
26 que se han pronunciado en esos mismos términos, y por la importancia de las personas que tengo,  
27 por ejemplo, puedo citar a don Rodrigo Cubero, que en más de una oportunidad se ha expresado a  
28 favor de reducir, en la coyuntura actual, la Tasa de Política Monetaria.

29  
30 Entrando más concretamente lo que debe ser la política monetaria, a mí me parece que debe procurar  
31 evitar el recalentamiento o enfriamiento de la economía, es decir, mantener una inflación baja y  
32 estable y contribuir al crecimiento de la economía como objetivo subsidiario, es lo que manda el  
33 artículo ley de nuestra Ley Orgánica. Para usar una frase reciente del gobernador del Banco Central  
34 de Inglaterra que ya mencioné: ‘hemos reinado sobre la inflación, pero no sobre el crecimiento real  
35 del PIB que ha dado muestras de ralentización’ -que es distinto de caída-.

36  
37 Por otro lado, la argumentación principal de la División Económica es que la inflación, medida por  
38 las variaciones en el IPC, volvió de nuevo a cifras negativas; la interanual se ubicó en las cifras que  
39 ya mencionaron, pero también de carácter negativo, y la inflación medida por las variaciones en el  
40 índice subyacente de inflación, aunque ha sido positiva durante todo este período está estancada en  
41 un [...]; no se ha logrado acercarse a la meta de inflación que ha fijado el propio Banco Central. Ya  
42 tenemos dos años de ostentar cifras negativas por debajo de la meta, establecidas también por la  
43 Junta. Es mucho tiempo, pienso yo. Esta trayectoria es incompatible con el esquema de metas de  
44 inflación, independientemente de los distintos factores que han incidido en los respectivos índices  
45 debemos señalar que la TPM no ha logrado alcanzar las metas. La teoría económica señala la  
46 inconveniencia de mantener los índices por debajo de la inflación por mucho tiempo.

47  
48 Mencioné que el Fondo Monetario Internacional y la OCDE nos han aconsejado, en repetidas  
49 oportunidades, bajar la TPM para acercarnos a la meta establecida. Y, aunque, yo en lo personal

**“Proyecto”**

1 creo que una inflación más baja de la meta del 3% favorece más los intereses del país,  
2 particularmente de la gente de menores recursos, en estos momentos lo que tenemos es una meta  
3 aceptada por la Junta Directiva del Banco Central del 3% que la política monetaria no ha logrado  
4 cumplir.

5  
6 Por otra parte, el crecimiento de la producción medida por el índice mensual de actividad de  
7 crecimiento o de actividad económica, el IMAE, se ha ralentizado en los últimos trimestres. El PIB  
8 bajó su tasa de expansión de 4,3 en el 2024, a 3,4 en el 2025 estimado para el resto de este año. La  
9 tasa de variación de los últimos 12 meses, como la de aceleración, la interanual y la media anual  
10 han bajado, mientras que el crecimiento del régimen especial fue muy dinámico alrededor de un  
11 10%, el crecimiento del régimen definitivo solo fue de un 1,7%. La política monetaria afecta más al  
12 régimen definitivo que al especial y también, influido por la economía externa.

13  
14 Finalmente, ligado a la tasa de crecimiento y, por tanto, una consideración subsidiaria de la política  
15 monetaria es el índice de desempleo. Desde setiembre del 2024, cuando la tasa de desempleo se  
16 redujo a 6,6% de la fuerza laboral, se ha estancado, no es que no siguió subiendo, actualmente se  
17 mantiene en un 7,3; pero en los dos meses anteriores fue 7,5 y 7,4, respectivamente.

18  
19 La reducción del desempleo también ha perdido dinamismo. En los últimos trimestres, el INEC  
20 reporta que el desempleo prácticamente ha permanecido constante. Afortunadamente no ha  
21 aumentado, pero tampoco disminuido. El salario real, que venía subiendo muy bien, ha perdido  
22 dinamismo. Eso afecta el nivel de consumo. La trayectoria de los agregados monetarios y el crédito  
23 no incuba presiones inflacionarias futuras por encima de la meta de inflación. Por lo tanto, una  
24 disminución de 25 puntos base no representa un riesgo inflacionario relevante.

25  
26 Tampoco estimo que afectaría las exportaciones totales, pues una buena parte proveniente del  
27 régimen especial no se vería particularmente afectado por una reducción de la TPM de 25 puntos  
28 base. La tasa de crecimiento del crédito en dólares se ha desacelerado con respecto a tasas registradas  
29 en el 2024, por lo que se da contenido del proceso de dolarización del crédito. Una ligera reducción  
30 de la TPM contribuiría a ese proceso. En suma, la economía está lejos de recalentarse, pero no  
31 queremos que se enfríe innecesariamente, mantener la política ligeramente restrictiva como ahora,  
32 no es lo que necesitamos.

33  
34 Otro de los factores importantes es la tasa de interés que en términos reales se encuentran muy  
35 elevada; eso no contribuye, sobre todo viéndola para atrás, retrospectivamente, esto no contribuye  
36 a mejorar la producción ni el empleo, ni tampoco acercarse a la meta de inflación. Si bien el premio  
37 por ahorrar en colones sigue en valores negativos ha permanecido así en los últimos dos años, pero  
38 cuando la FED baje su tasa de interés, probablemente, en la segunda mitad de este año retornará a  
39 valores positivos, durante este corto período de tiempo se puede aceptar un riesgo [...].

40  
41 Claro que a largo plazo la prima debería mantener en términos positivos. En cuanto a las  
42 expectativas de inflación, en mayo pasado la mediana que se obtiene a partir de la encuesta que  
43 realice el Banco Central y las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado  
44 financiero costarricense, las expectativas de mercado continuaron dentro del rango de tolerancia  
45 alrededor de la meta de inflación, aunque por debajo, de nuevo, del 3%, a 12 meses la primera  
46 medición se vio con 2,5 y la segunda en 2,22, y, bueno, ahí están las cifras a plazos mayores.

47  
48 Posible impacto de reducir 25 puntos base en la TPM, no estamos con una situación de liquidez ni  
49 ahorro de la... ni de ahorro forzado que se tenía en la pandemia, ahora es diferente, aquí y en otros

**“Proyecto”**

1 países, el impacto de reducir la TPM en el mercado interno sería mucho menor, apenas diría yo  
2 perceptible. La tasa real neutral es un elemento escurridizo que se ha mencionado aquí en varias  
3 oportunidades, no es tan... no es observable y se basa en modelos relativamente imprecisos, yo fijé  
4 mi posición en un artículo publicado en la prensa el año pasado y dije que la tasa, esa tasa natural  
5 no era vinculante para la Junta Directiva. En todo caso, si se toma los márgenes más bajos de la tasa  
6 de interés real neutral una ligera reducción de 25 puntos base todavía estaría dentro del amplio  
7 margen de neutralidad.

8  
9 Ahora, paso a referirme al entorno externo que es probablemente el más complicado. Una lectura  
10 apropiada de ese entorno, en relación con lo que acontece en Costa Rica y en el mundo, tampoco  
11 aconseja endurecer la política monetaria ni mantenerla restrictiva por más tiempo, por el impacto  
12 que podría tener sobre la producción y el empleo. El tema de fondo es el nuevo conflicto Irán-Israel  
13 y sus efectos en el valor del crudo y la incertidumbre subsecuente que, aunado a las tarifas en los  
14 Estados Unidos, puede disminuir o posponer el gasto de consumo e inversión afectando el empleo,  
15 estaríamos en estanflación.

16  
17 Es fundamental analizar las causas y efectos, pero más importante aún es analizar las posibles  
18 acciones de política monetaria que debe o puede adoptar un Banco Central. ¿Qué deben hacer en un  
19 panorama de aumento de precios y ralentización de la producción que se está desarrollando y podría  
20 prolongarse? Ese es, en mi opinión, el punto clave. Habrá sin duda, aumentos de precios, no sólo  
21 por los aranceles sino también por los aumentos de precios de los combustibles y eventuales  
22 problemas en el transporte, si se bloquea o interrumpe el paso por el estrecho de Ormuz. Pero esos  
23 aumentos no los podemos ni debemos evitar. Los instrumentos apropiados en este caso son el tipo  
24 de cambio sin intervenciones y medidas indebidas por el Banco Central. Y la traslación de los  
25 respectivos aumentos de precios por parte de Recope, en el caso de petróleo, al consumidor. Los  
26 efectos se reflejarán sin duda en el IPC, pero aquí, de nuevo, hay que hacer una distinción entre  
27 inflación, propiamente dicha, causada por exceso de liquidez por parte del Banco Central y  
28 aumentos en el IPC que no son de origen inflacionario, sino provenientes de choques externos.

29  
30 Las acciones de política son diferentes. El aumento en los precios de petróleo significa un deterioro  
31 de los términos de intercambio para Costa Rica y el mecanismo de ajuste debe provenir por el tipo  
32 de cambio. En ese escenario el Banco Central no puede ni debe tratar de anularlos con una política  
33 monetaria restrictiva. Igual va, con el efecto de los precios en los aranceles. Son choques externos  
34 en los precios nuestros que no se pueden tratar de evitar con políticas monetarias aún más  
35 restrictivas, pues endurecerían más la situación económica de los consumidores.

36  
37 Los efectos negativos en la producción, por el contrario, sí se podrían aminorar con la política  
38 monetaria, y aquí es precisamente donde entra el análisis de la coyuntura interna antes mencionado.  
39 El precio del petróleo subió como consecuencia del conflicto Irán-Israel, pero sobre eso mi posición  
40 siempre ha sido que los efectos de los choques externos en los precios de los productos importados  
41 no deben generar una reacción en un sentido u otro de la política monetaria, y descansar más en el  
42 mercado cambiario como mecanismo de ajuste. El mismo informe de coyuntura de junio 2025 dice,  
43 ‘organismos internacionales ajustaron a la baja sus previsiones de crecimiento mundial para el  
44 bienio 2025-2026, debido especialmente a tensiones comerciales y a alta incertidumbre’. Varias  
45 organizaciones han pronosticado reducciones en el crecimiento mundial. La FED también hizo lo  
46 contrario. Con una economía mundial en ralentización es difícil prever un mejor crecimiento en  
47 nuestras exportaciones y, por lo tanto, crecimiento del empleo.

48  
49 Ahora, el hecho de que en Costa Rica en las circunstancias actuales, se pueda defender o no que

**“Proyecto”**

1 haya necesidad o espacio para una disminución de la Tasa de Política Monetaria, no significa que  
2 se esté desoyendo las recomendaciones que han hecho en el sentido de que el peor problema que  
3 puede causar los aranceles, y en parte los ajustes en los precios del petróleo, está en el crecimiento  
4 de la producción. De manera que, bajar la tasa de interés, la Tasa de Política Monetaria del Banco  
5 Central en 25 puntos base, iría más bien en concordancia con estos problemas que nos enfrenta  
6 desde ahora el entorno internacional. Y, Costa Rica, estaría por lo menos diciendo que está presente  
7 y dispuesta en este sentido a paliar, al menos en parte, esos efectos.  
8

9 Déjame ver... Tal vez, tengo algunos elementos aquí adicionales que voy a solicitar a la Secretaría  
10 que los incorporen a mi posición. Y, finalmente, lo que quiero decir es que, por todo lo anterior, me  
11 inclino por reducir la TPM en 25 puntos base y dejar que los efectos de la geopolítica, que podrían  
12 producir caídas en las exportaciones y aumentos en el precio de las importaciones, se equilibren  
13 mediante variaciones en el tipo de cambio. Muchas gracias.  
14

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

15 Muchas gracias, don Jorge. Nada más, para que quede claro, de ninguna manera estamos diciendo  
16 usar el tipo de cambio para instrumento para prevenir absolutamente nada. El tipo de cambio sigue  
17 siendo la política declarada por el Banco hace mucho tiempo de dejar que sea el mercado.  
18

19 Don Juan, por favor.  
20

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

21 Gracias. Estoy de acuerdo con los comentarios que acaba de mencionar don Jorge. La situación no  
22 es la misma que en la última reunión de política monetaria, los últimos dos meses el cambio  
23 interanual del índice de precios al consumidor se ha reducido, volviendo a alcanzar niveles  
24 negativos. Este fenómeno, además, ha sido generalizado, para mayo, 12 de las 13 categorías de las  
25 divisiones de los índices de consumo están por debajo del rango de tolerancia. En reuniones previas,  
26 este era un fenómeno particular para bienes que estaban asociados a importaciones y, por lo tanto,  
27 afectados por el tipo de cambio y por precios internacionales.  
28

29 Sin embargo, ahora las divisiones de consumo que deberíamos de esperar que sean afectadas  
30 directamente por la Tasa de Política Monetaria como alimentos y bebidas no alcohólicas, comidas  
31 y bebidas fuera del hogar y recreación, no solamente están por debajo del rango meta, sino que en  
32 el último mes se observan reducción. Además, lo que parecía un aumento sostenido, aunque bastante  
33 pequeño del resto de los índices, que son menos afectados por la política monetaria y más afectados  
34 por las condiciones externas de tipo de cambio, también cambió de pendiente en los últimos dos  
35 meses y también está cayendo.  
36

37 Desde junio del 2023, las tasas de crecimiento interanual de ninguno de los índices de precio  
38 subyacentes han alcanzado el rango de tolerancia, y la tasa de crecimiento interanual del IPC total  
39 no alcanza el rango de tolerancia desde abril del 2023, los pronósticos, inclusive con supuestos de  
40 choques largos de precio de petróleo, nos dejan entrando al rango de tolerancia hasta el próximo  
41 año, como mencionan los análisis de la División Económica.  
42

43 Creo que una reducción de la tasa de 25 puntos base, difícilmente va a afectar significativamente  
44 los niveles del tipo de cambio, además, y como lo mencioné en la decisión de política pasada, creo  
45 que la posición del Banco Central es suficientemente fuerte como para enfrentar cualquier choque  
46 temporal.  
47  
48  
49

**“Proyecto”**

1 Creo que solo por la evolución de los precios uno puede argumentar que no debe de reducir la tasa,  
2 sin embargo, estos primeros meses del año se observa una caída en los niveles de crecimiento del  
3 régimen definitivo. Además, los niveles de ocupación también se han reducido desde el tercer  
4 trimestre del 2024, según la encuesta continua de empleo.

5  
6 Por lo tanto, mi voto es seguir la recomendación de la División Económica, que en este caso me  
7 parece que también es lo más prudente. Gracias.

8  
9 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

10 Muchas gracias, don Juan. Don Max, por favor.

11  
12 **SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

13 Gracias. En la última decisión de política monetaria, la Junta Directiva acordó mantener la Tasa de  
14 Política Monetaria aduciendo en lo fundamental el nivel de incertidumbre externo y tomando en  
15 cuenta que los factores internos de la economía reflejaban situaciones que no daban indicio de  
16 problemas asociados a una política monetaria restrictiva, todo lo contrario, la brecha de productos  
17 se mantenía y se mantiene positiva ligeramente, la Tasa de Política Monetaria de acuerdo a la  
18 información que nos ha presentado hoy la División Económica se mantiene dentro del rango de  
19 neutralidad que han estimado, de acuerdo con la metodología utilizada.

20  
21 Y las demás indicaciones, por ejemplo, de la producción y de los precios se mantenían dentro de los  
22 niveles potenciales, la producción y las disminuciones en los precios se debían fundamentalmente  
23 a choques, tanto climáticos como de precios internacionales, y creo esas condiciones se mantienen.  
24 Como ya lo ha señalado don Róger y como lo señala la misma División Económica y toda la  
25 información que nos han dado, la inflación subyacente no ha mostrado variaciones, se ha mantenido  
26 constante, de manera que tampoco ahí ha habido ningún cambio que justifique una acción de política  
27 monetaria distinta.

28  
29 Creo que lo único que ha cambiado, con respecto a la última decisión, es que ha aumentado el nivel  
30 de incertidumbre internacional externo al anuncio que teníamos de los aranceles en ese momento,  
31 que han sufrido una serie de decisiones contradictorias y que han dado lugar al inicio de  
32 negociaciones entre Estados Unidos y otros países. Ningún acuerdo se ha realizado hasta la fecha,  
33 no hay un solo país que haya llegado a un acuerdo comercial con Estados Unidos.

34  
35 Lo de China es, como se ha señalado, simplemente un marco de referencia al que se llegó para  
36 iniciar negociaciones y las consecuencias de ese anuncio de la política arancelaria, que no terminan  
37 de materializarse en sus consecuencias, sí están produciendo otros efectos como la recomposición  
38 del comercio internacional, las exportaciones de China han aumentado un 40%, están, por decirlo,  
39 inundando otros mercados en Asia, en América Latina y en Europa con consecuencias que no son  
40 predecibles en este momento, sobre la producción interna de estos países y sobre el nivel de precios.

41  
42 A toda esta incertidumbre de la política arancelaria se agrega ahora la del conflicto Israel-Irán, con  
43 consecuencias también impredecibles, pero todas muy graves, si se llega a un aumento de la  
44 intervención militar de Estados Unidos en Irán, que podría tener consecuencias graves, no solo en  
45 el precio del petróleo, sino en dislocar la logística del transporte internacional, además de otras  
46 consecuencias que en este momento no son previsible y dependerán de las decisiones que muy  
47 probablemente se adopten en las siguientes semanas, según la dinámica que se ha visto o los  
48 anuncios y las posiciones, las posturas que han manifestado los líderes, tanto de Estados Unidos  
49 como de Irán y, más recientemente, de Rusia respecto de ese mismo conflicto.

**“Proyecto”**

1  
2 De manera que, yo lo que veo es simplemente que la situación hoy en día es más compleja que la  
3 que teníamos cuando tomamos la última decisión de política monetaria. Por otro lado, y habíamos  
4 señalado eso, creo que ha sido un factor o un elemento que ha señalado la Junta Directiva que por  
5 tratarse de una economía nuestra pequeña, muy abierta, aun cuando las políticas referentes a la Tasa  
6 Política Monetaria o las decisiones se toman considerando fundamentalmente los elementos  
7 internos, sería ilusorio e irresponsable no tomar en cuenta las consecuencias de esas decisiones,  
8 dado el conjunto de circunstancias externas. Y en muchos casos se ha señalado precisamente, que,  
9 no es recomendable mantener una brecha de tasas de interés respecto a los mercados más  
10 importantes de socios comerciales, en particular Estados Unidos, mantener una brecha muy grande  
11 o por mucho tiempo negativa.

12  
13 Y de lo que podemos ver, de la incertidumbre que teníamos hace un mes, una de esas se ha resuelto  
14 transitoriamente, que es la postura monetaria de la Reserva Federal. En este caso, lo que hemos visto  
15 ayer es que decidieron mantener la Tasa de Política Monetaria, de manera que, una disminución de  
16 la Tasa de Política Monetaria de Costa Rica lo que haría es ampliar esa brecha y mantenerla por un  
17 tiempo incierto, que no sabemos si la Reserva Federal bajará en la siguiente o hasta septiembre,  
18 como se espera según los analistas. De manera que, el beneficio atribuible a una disminución de la  
19 Tasa de Política Monetaria de 25 puntos, que no son 25 puntos simplemente en abstracto, sino que  
20 seguiría el acumulado después de 500 puntos base, que se han bajado desde que comenzó la  
21 trayectoria hacia la neutralidad. Y esa neutralidad, según nos lo indica el departamento, estamos en  
22 ese rango.

23  
24 Y un cambio en las expectativas, un aumento en las expectativas de inflación consecuente con las  
25 decisiones que se están barajando y dando en el contexto internacional, podrían más bien convertir  
26 esa política neutral, en este momento, en una política expansiva, en condiciones en que no sería  
27 consecuente con las condiciones internacionales y locales. Entonces, por todas estas razones, yo  
28 coincido más bien con la argumentación que presentó don Róger, y me inclino más bien, mi decisión  
29 sería mantener la Tasa de Política Monetaria hasta la siguiente decisión, que es dentro de un mes, y,  
30 en ese momento, evaluar nuevamente la información, los datos que se tengan y ver si en ese  
31 momento procede o no un cambio hacia abajo en la Tasa de Política Monetaria. Muchas gracias.

32

33 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

34 Muchas gracias, don Max. Doña Silvia, por favor.

35

36 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

37 Listo. Buenas tardes. Muchas gracias. Muchas gracias a la División Económica y a todos los equipos  
38 que participan en la confección de estos análisis y en los estudios que preceden siempre esta decisión  
39 y también por atender nuestras solicitudes de última hora, que a veces son de un día para otro.  
40 Siempre agradezco su diligencia y dedicación a que tengamos la mejor información disponible para  
41 decidir.

42

43 En esta ocasión estoy de acuerdo por lo ya dicho por don Róger y por don Max, y mi posición es de  
44 mantener la Tasa de Política Monetaria en 4%. Voy a ser muy breve, porque no hay mucho que  
45 añadir. El entorno internacional se sigue caracterizando por una alta incertidumbre y cambios  
46 constantes en las políticas comerciales. Además, los precios del petróleo han mostrado una tendencia  
47 alcista desde principios de junio de 2025, debido a las tensiones geopolíticas y a la amenaza de  
48 nuevos conflictos con potenciales consecuencias devastadoras humanas, materiales y económicas,  
49 entre otras. Si bien algunos bancos centrales continúan flexibilizando la política monetaria, como

**“Proyecto”**

1 ya se ha indicado, todos hacen referencia a la cautela.

2  
3 Otros bancos centrales se mantienen en pausa debido a la incertidumbre global. Esto pone de relieve  
4 que el mantenimiento de la Tasa de Política Monetaria es una estrategia legítima, adoptada por  
5 algunos bancos centrales en el actual clima económico mundial incierto, lo que permite tener tiempo  
6 para observar los datos entrantes y el desarrollo de los acontecimientos mundiales antes de realizar  
7 nuevos ajustes. Creo que una evaluación más completa utilizando variables adicionales que hemos  
8 ya solicitado a la División Económica, y que incluye escenarios sobre eventos que están fuera de  
9 nuestro control, pero que tienen consecuencias en la economía costarricense, permitirá que la Junta  
10 Directiva tome una decisión sobre una potencial flexibilización monetaria, si es el caso, como ya se  
11 ha sugerido acá, con mucha mayor solidez. Entonces, por estas razones, como dije, yo confirmo mi  
12 posición de mantener la TPM en 4%. Gracias.

13  
14 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

15 Muchas gracias, doña Silvia. Doña Marta.

16  
17 **SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

18 Bueno, yo también agradecer a la División Económica, por la excelente presentación que han hecho  
19 el día de ayer y de hoy. Mi posición es mantener la Tasa de Política Monetaria en 4%. Básicamente,  
20 de lo que hemos visto, podría decir uno que las condiciones monetarias actuales no son las que están  
21 provocando los valores negativos de la inflación, ni la desaceleración de la actividad económica.

22  
23 En el caso de la inflación, más bien, lo que hemos observado es que son reversiones de los choques  
24 de oferta que se habían dado en meses pasados. También, otra razón para mi posición es que, el  
25 entorno internacional ha incrementado sustancialmente el nivel de incertidumbre, y lo que  
26 observamos es que la Tasa de Política Monetaria continúa en zona neutral. Por tanto, en mi caso,  
27 por prudencia y dado ese nivel incrementado de incertidumbre, debemos mantener la Tasa de  
28 Política Monetaria en un 4% y esperar en un mes a ver si las condiciones han mejorado, para poder  
29 llevar a cabo una disminución en la Tasa de Política Monetaria.

30  
31 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

32 Muchas gracias, doña Marta. Todos hemos manifestado la posición y lo hemos justificado  
33 ampliamente. Yo quisiera, por formalidad, someter a votación la propuesta de mantener la Tasa de  
34 Política Monetaria en 4%, que contemos los votos y ya sabemos que es doña Silvia, don Max, doña  
35 Marta, mi persona, cuatro personas a favor. Entendería que están en contra porque ya lo  
36 manifestaron, don Jorge Guardia y don Juan Andrés Robalino. Entonces, yo solicito, por favor, a la  
37 Secretaría que les consignen las razones, por las que ellos votan en reducir en 25 puntos base la Tasa  
38 de Política Monetaria. Solicito firmeza para el acuerdo, los que estemos de acuerdo con la firmeza.  
39 Doña Silvia, don Max, don Juan, doña Marta, don Jorge, no lo veo. Don Jorge, hábleme para ver la  
40 imagen. Don Jorge.

41  
42 **SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:**

43 Don Jorge tiene la mano levantada, don Róger.

44  
45 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

46 Ya lo vi.

47  
48 **SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

49 Sí, tiene la mano levantada.

**“Proyecto”**

1  
2 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

3 Perfecto. Votó la firmeza. Entonces, se aprueba en firme por mayoría el mantenimiento de la Tasa  
4 de Política Monetaria en 4% anual, en la sesión del día de hoy. Muchas gracias a todos por su  
5 colaboración y su arduo razonamiento en todos los casos que nos ayudaron a tomar esta decisión”.

6  
7 La Junta Directiva  
8

9 **al considerar que:**

10  
11 A. La Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece, como uno de sus principales  
12 objetivos, preservar la estabilidad interna de la moneda nacional, interpretado como mantener  
13 una inflación baja y estable. La estabilidad de precios favorece la eficiente asignación de  
14 recursos en la economía y la estabilidad macroeconómica, lo que incide positivamente en el  
15 crecimiento económico, en la generación de empleo y, en general, en el bienestar de la  
16 población.

17  
18 B. El Banco Central de Costa Rica (BCCR) implementa su política monetaria bajo un esquema de  
19 metas de inflación, en el cual la Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento  
20 para establecer su postura de política monetaria.

21  
22 Para determinar el nivel de la TPM, la Junta Directiva realiza un análisis exhaustivo del  
23 comportamiento reciente y de la trayectoria proyectada de la inflación y de sus determinantes  
24 macroeconómicos. Asimismo, evalúa los riesgos, tanto de origen interno como externo, que  
25 podrían desviar la inflación de su proyección central. Lo anterior muestra el carácter  
26 prospectivo de la política monetaria del BCCR.

27  
28 C. En el entorno internacional, durante el primer trimestre del 2025 el crecimiento económico de  
29 las principales economías fue modesto y las proyecciones globales de crecimiento para el bienio  
30 2025-2026 ponen de manifiesto la elevada incertidumbre generada por tensiones comerciales y  
31 geopolíticas. Por otra parte, el proceso desinflacionario continuó a un ritmo pausado hasta el  
32 mes de mayo, influido por menores precios de la energía y la desaceleración en los precios de  
33 alimentos y servicios.

34  
35 Si bien ha habido negociaciones bilaterales en materia arancelaria, la incertidumbre aún es  
36 elevada y a ello se une la escalada reciente de algunos conflictos geopolíticos, cuya  
37 manifestación económica más inmediata y notoria ha sido el incremento significativo en el  
38 precio internacional del petróleo.

39  
40 Las decisiones de política monetaria en las últimas ocho semanas fueron variadas y sin un  
41 patrón definido: unos bancos centrales bajaron su tasa de interés de referencia, otros pausaron  
42 el proceso de flexibilización monetaria y otros subieron su tasa de interés. El factor común en  
43 estas decisiones es la importancia que le han dado a proceder con cautela y la consideración de  
44 las características propias de cada economía.

45  
46 D. En el ámbito interno, en abril del 2025 la producción, medida por la tendencia ciclo del Índice  
47 Mensual de Actividad Económica, aumentó 3,4% interanualmente, tasa inferior en 1,4 puntos  
48 porcentuales (p.p.) a lo observado un año antes. El nivel de producción es coherente con el nivel  
49 estimado de producto potencial; en consecuencia, por demanda agregada no se generan

**“Proyecto”**

1 presiones inflacionarias en exceso a la meta de inflación.

2  
3 E. La inflación general a mayo pasado, medida con la variación interanual del Índice de Precios  
4 al Consumidor, se ubicó en -0,1%, lo que contrasta con los valores positivos de los cinco meses  
5 previos. Este resultado se asocia, principalmente, a choques de oferta de origen externo e  
6 interno; en el primero de los casos, precios internacionales de hidrocarburos relativamente bajos  
7 durante los primeros cinco meses del año en comparación con los promedios observados en los  
8 tres años previos. Internamente, se observó la reversión del choque agrícola asociado a los  
9 efectos de condiciones climatológicas adversas presentes a finales del 2024. Precisamente en  
10 este contexto, el promedio de indicadores de inflación subyacente se mantuvo en valores  
11 positivos; a mayo su tasa interanual alcanzó 0,9%.

12  
13 F. Las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta realizada por el Banco Central y las  
14 estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense  
15 (expectativa de mercado), continuaron dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta de  
16 inflación. La mediana de la encuesta se ubicó en 2,5% a 12 meses y en 3,0% a 24 meses,  
17 mientras que, en igual orden, las expectativas de mercado registraron valores de 2,2% y 2,4%.

18  
19 G. Los modelos de proyección del BCCR, con la información disponible al momento de tomar  
20 esta decisión, trasladan la entrada de la inflación subyacente al rango de tolerancia al primer  
21 trimestre del 2026 y, en el caso de la inflación general al tercer trimestre del 2026. Para ambos  
22 indicadores, significa un trimestre más con respecto a lo contemplado en la decisión de política  
23 de abril pasado.

24  
25 No obstante, en la medida en que persista el incremento en el precio internacional del petróleo,  
26 es de esperar un traslado directo de la inflación importada hacia la inflación local y, con ello,  
27 una convergencia más rápida hacia el rango de tolerancia.

28  
29 H. Un nivel de TPM en 4,0%, dadas las expectativas de inflación, ubican este indicador en el rango  
30 estimado para una postura de política monetaria neutral. Además, debe tomarse en  
31 consideración que las condiciones monetarias no han constituido una restricción para el  
32 crecimiento económico, toda vez que en el sistema financiero existen recursos excedentes y el  
33 crédito al sector privado aumenta a tasas coherentes con el crecimiento de la actividad  
34 económica y la meta de inflación.

35  
36 I. La incertidumbre en relación con el desempeño macroeconómico de la economía mundial  
37 continúa elevada, lo que se manifiesta en una valoración de riesgos que amplía la distribución  
38 de las trayectorias posibles de la inflación en el horizonte de proyección.

39  
40 Destacan dos riesgos que podrían presionar a la baja la inflación con respecto a la trayectoria  
41 central proyectada. Primero, un crecimiento económico mundial en el 2025 inferior al  
42 considerado en el ejercicio, particularmente para los principales socios comerciales del país,  
43 con implicaciones adversas sobre la demanda externa y, por lo tanto, menores presiones al alza  
44 sobre la inflación. Segundo, una trayectoria de precios de productos importados inferior a la  
45 prevista en esta oportunidad, con implicaciones directas sobre la inflación local (inflación  
46 importada).

47  
48 También se identifican riesgos cuya materialización desviaría al alza la inflación en relación  
49 con la trayectoria central; de estos riesgos sobresalen los choques de oferta con efectos directos

**“Proyecto”**

1 al alza sobre los precios internos.

2  
3 Por un lado, destacan los riesgos asociados a una escalada de los conflictos geopolíticos  
4 actuales, particularmente en el Medio Oriente, y a una mayor fragmentación del comercio  
5 global, que encarezcan las cadenas globales de suministro e incrementen el precio internacional  
6 de los productos, principalmente de petróleo. Por otra parte, los choques de oferta asociados a  
7 fenómenos climatológicos, locales o externos, que afecten adversamente la producción de  
8 algunos bienes y servicios y, en consecuencia, la determinación de sus precios locales.

9  
10 J. Esta Junta Directiva considera que, en este contexto de alta incertidumbre global, exacerbada  
11 por la alta volatilidad que han mostrado los precios internacionales del petróleo en días  
12 recientes, es prudente mantener la cautela en los movimientos de la TPM.

13  
14 El Banco Central no controla el impacto de choques exógenos, pero con su política monetaria  
15 puede reaccionar ante los posibles efectos de segunda ronda que los choques externos puedan  
16 generar sobre la inflación, en especial sobre las expectativas de inflación. Por tanto, dado su  
17 compromiso con una inflación baja y estable, reitera que realizará las modificaciones necesarias  
18 en la TPM, de forma oportuna y en la dirección que corresponda, cuando las condiciones  
19 macroeconómicas y la valoración de los riesgos así lo requieran.

20  
21 **dispuso por mayoría y en firme:**

22  
23 mantener el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 4,00%.

24  
25 *Se deja constancia de que, los señores Jorge Guardia Quirós y Juan Andrés*  
26 *Robalino Herrera, integrantes de la Junta Directiva, votaron en contra de lo dispuesto en el*  
27 *presente acuerdo, por las razones que quedaron consignadas en la parte expositiva de este*  
28 *artículo.*

29  
30 **Comunicar a:** Presidente del Banco, Sistema financiero nacional, diario oficial  
31 La Gaceta (c.a: Gerencia, Auditoría Interna, División  
32 Económica, División de Análisis de Datos y Estadísticas,  
33 División Gestión de Activos y Pasivos, Área de Comunicación  
34 Institucional, intranet).

35  
36 **ARTÍCULO 5.** *Asunto pospuesto.*

37  
38 La Junta Directiva

39  
40 **convino en:**

41  
42 posponer, para una próxima oportunidad, el análisis y resolución del asunto indicado en la agenda  
43 como 4.1, relacionado con el Informe resumen de presupuesto y costeo, al 31 de marzo 2025,  
44 remitido adjunto el oficio DTE-PRS-0039-2025, del 30 de abril de 2025, suscrito por la señora  
45 Carolina Villalobos Hidalgo, directora del Departamento de Presupuesto, adscrito a la División  
46 Transformación y Estrategia.

47  
48 **A LAS 13:59 HORAS FINALIZÓ LA SESIÓN.**

---

---

**ÍNDICE:**

**ARTÍCULO 1**

Constancia de: a) reunión de trabajo, b) participación remota, y c) inasistencias. Pág. 1

**ARTÍCULO 2**

Aprobación del orden del día. Pág. 2

**ARTÍCULO 3**

Asunto confidencial relacionado con un procedimiento administrativo. Pág.2

**ARTÍCULO 4**

Se dispuso mantener el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 4% anual, a junio 2025. Pág. 2

**ARTÍCULO 5**

Se pospuso el asunto 4.1 referente a un Informe resumen de presupuesto y costeo, al 31 de marzo 2025. Pág. 25