

**SESIÓN 6268-2025**

Acta de la sesión extraordinaria seis mil doscientos sesenta y ocho - dos mil veinticinco, celebrada virtualmente por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, a partir de las once horas con cincuenta y siete minutos del jueves diecisiete de julio 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, José Joaquín Vargas Guerrero, auditor interno, Iván Villalobos Valerín, director de la División Asesoría Jurídica, Alonso Alfaro Ureña, economista jefe del Banco Central de Costa Rica, Bernardita Redondo Gómez, directora de la División Gestión de Activos y Pasivos, Henry Vargas Campos, director de la División Análisis de Datos y Estadísticas, Celia Alpízar Paniagua, secretaria general interina, Carlos Mora Gómez, 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, y c) inasistencia.*

Se deja constancia de que esta sesión extraordinaria inició a las once horas con cincuenta y siete minutos, debido a que los miembros de la Junta Directiva realizaron una reunión de trabajo desde las nueve horas y hasta las once horas con cincuenta y dos 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.

Además, esta sesión inició con la única participación de los miembros de la Junta Directiva y de los señores: Pablo Villalobos González, José Joaquín Vargas Guerrero, Iván Villalobos Valerín, y Celia Alpízar Paniagua. Posteriormente, se conectaron a la sesión los señores Alonso Alfaro Ureña, Bernardita Redondo Gómez, Henry Vargas Campos, Carlos Mora Gómez y Mariano Segura Ávila. Sus conexiones se consignan en el artículo 5 de esta acta. Por otra parte, 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:

**“SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

Listo, don Róger.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Sí. Buenos días, compañeros. Damos inicio a la sesión extraordinaria 6268-2025. Por favor, solicito que revisemos que hay una grabación en nuestros equipos. Don Max, doña Silvia, doña Marta, don

Juan, don Jorge también. Los seis miembros manifestamos que hay una grabación en este momento en nuestros equipos”.

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

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

### **“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Les solicito que hagamos un pequeño cambio en el orden del día, que es que excluyamos el asunto 3. Empezamos con restricción de tiempo y todavía hay tiempo para traer este asunto en una próxima junta. Con ese cambio, ¿estarían de acuerdo con aprobar el orden del día? Los que estemos de acuerdo. Don Max, don Jorge, doña Silvia, doña Marta, don Juan, mi persona. Aprobado”.

La Junta Directiva,

### **convino en:**

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

1. Adicionar, de conformidad con lo dispuesto en el numeral 4, artículo 54, de la *Ley General de la Administración Pública*, Ley 6227, el comentario de la señora Silvia Charpentier Brenes, integrante de la Junta Directiva, conducente a solicitar el borrador del Plan Estratégico del BCCR que estaba trabajando la Administración del Banco.
2. Excluir el tema 3.1, referente a la solicitud de autorización para la participación de la señora Maribel Lizano Barahona, a la XVII Reunión de Auditores Internos de Bancos Centrales que se llevará a cabo en Madrid, España del 24 al 26 de setiembre de 2025.

## **ARTÍCULO 3.**      *Comentario de la señora Silvia Charpentier Brenes, miembro de la Junta Directiva, conducente a solicitar el borrador del Plan Estratégico del BCCR que estaba trabajando la Administración del Banco.*

En asuntos de la Presidencia y demás miembros de la Junta Directiva, la señora **Silvia Charpentier Brenes**, miembro de la Junta Directiva, recordó a la Gerencia del Banco Central, que había solicitado les trasladaran a los integrantes de ese cuerpo colegiado, el borrador del Plan Estratégico del Banco Central, que estaba en proceso de elaboración por parte de la Administración del Banco.

De lo anterior se transcribe lo siguiente:

### **“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Entonces, no hay aprobación porque es extraordinaria, no hay aprobación de acta. Entonces, hay un asunto confidencial, iría ahora a asuntos de, vamos a ver, en orden. La Auditoría, ¿tiene algún asunto?

### **SR. JOSÉ JOAQUÍN VARGAS GUERRERO:**

No, señor, ninguno. Muchas gracias.

### **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Miembros de la Junta, ¿tienen algún asunto? Doña Silvia, adelante.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

Sí, por favor, un recordatorio a la Gerencia, nada más, para que nos pasen, por favor, en cuanto tenga el Plan Estratégico que está trabajando la División de Transformación y Estrategia, en borrador, para que lo vayamos revisando. Muchas gracias.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, me parece muy bien. Bueno, ningún otro miembro tiene, yo tampoco. Don Pablo, ¿usted tiene algún asunto, puramente de la Gerencia?

**SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:**

No señor, gracias.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

No, entonces, no. Muchas gracias”.

**Se dio por recibido.**

**ARTÍCULO 4.** *Asunto confidencial relacionado con una gestión presentada en documento del 3 de julio de 2025.*

*Se deja constancia de que, el asunto al que refiere el presente artículo es de índole confidencial, de conformidad con lo establecido en el artículo 6 de la Ley General de Control Interno, Ley 8292 y en el artículo 273 de la Ley General de la Administración Pública, Ley 6227.*

**ARTÍCULO 5.** *Primera discusión del Informe de Política Monetaria a julio de 2025.*

*Se deja constancia de que, a las doce horas con dos minutos se conectaron para participar de la sesión los señores 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, Carlos Mora Gómez, director interino del Departamento de Riesgos y Cumplimiento, y Mariano Segura Ávila, asesor de la presidencia del Banco Central de Costa Rica. Asimismo, los señores Betty Sánchez Wong, directora del Departamento de Análisis y Asesoría Económica, Evelyn Muñoz Salas, directora del Departamento de Investigación Económica, Julio Rosales Tijerino, director del Departamento de Estabilidad Financiera, Carlos Brenes Soto, Álvaro Solera Ramírez, Carlos Segura Rodríguez, Susan Jiménez Montero, David Ching Vindas, Melissa Herra Leandro, Esteban Sánchez Gómez, Ramón Araya Cruz, Olga Monge Alvarado y Bernal Laverde Molina, todos funcionarios de la División Económica, así como Rigoberto Torres Mora, director del Departamento Análisis de Datos Organizacionales, Manfred Víquez Alcázar, Jacqueline Zamora Bolaños y Rosa Ruiz Vásquez, todos 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 en atención a lo acordado en el artículo 5 del acta de la sesión 6041-2022, celebrada el 5 de enero de 2022, se llevó a cabo la primera discusión del Informe de Política Monetaria.

Del citado asunto, se transcribe lo siguiente:

**“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Entonces, ahora sí, llamemos a Alonso para que nos haga las presentaciones correspondientes.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Buenas tardes.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Buenas tardes.

**SR. CARLOS MORA GÓMEZ:**

Hola, buena tarde.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Hola, sí, ya son pasadas las 12:00, son buenas tardes, tiene razón. Don Alonso, si quiere va cargando de una vez, porque comenzamos con la primera discusión del Informe de Política Monetaria, lo que tengan en este momento, es algo que en menos de dos semanas tiene que estar ya publicado.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor.

**SRA. CELIA ALPÍZAR PANIAGUA:**

Ya se están conectando.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muy bien, ahí veo a la gente.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Ramón, muchísimas gracias. Mientras se están conectando, si usted puede empezar a compartir la presentación, para dar inicio con la parte... de acuerdo a como está en la agenda, vemos primero el Informe de Política Monetaria, la primera discusión, que además sirve como insumo para la decisión de política monetaria y los insumos adicionales que traemos el día de hoy, están en la segunda parte de la presentación. Entonces, en esta parte podemos iniciar viendo cuales son los principales supuestos del entorno externo que tenemos para estos siguientes dos años. La forma en la que lo hemos venido presentando está la estimación del 2024 y las proyecciones para 2025- 2026 y la parte celeste, lo que refleja son los cambios en esos valores, qué tenemos con respecto al Informe de Política Monetaria que vimos en abril.

Entonces, vemos un cambio, sobre todo, y voy a empezar por el caso de Estados Unidos, que es un crecimiento ligeramente menor para el 2025, que sería un crecimiento del 1,4, es una décima de punto porcentual y más bien, para el 2026 una ligera aceleración. No son cambios fuertes, pero la dirección del movimiento es congruente también, con información que hemos visto de crecimiento de organismos multilaterales y de la misma Reserva Federal y ese es uno de los cambios más importantes. Cuando vemos todo el crecimiento mundial, sí hay reducciones a la baja para el crecimiento de dos décimas y de tres décimas con respecto a lo que habíamos visto en abril, para un crecimiento de 2,6 y 2,7 para estos dos años.

El crecimiento de los socios comerciales se mantiene para el 2025, el que habíamos visto, incluso mejora un poco para el 2026 en una décima y un elemento importante es que, el promedio de la

1 inflación mundial y de la inflación de Estados Unidos, en abril habíamos previsto valores superiores,  
2 en el mes de abril en esta discusión estuvieron todas las publicaciones de organismos multilaterales,  
3 de los mismos bancos centrales, en un contexto que se preveía iba a ser muchísimo más inflacionario  
4 de lo que vemos actualmente. Eso es una buena noticia, aunque, sí es importante destacar que es  
5 una aceleración para el 25, sobre todo, con respecto a la inflación en la que cerró Estados Unidos  
6 para el 2024.

7  
8 Muy relacionado con esto, directa o indirectamente, está una revisión al alza en los precios de  
9 hidrocarburos que tenemos incorporados en el ejercicio de USD 3 y USD 3,5 para cada año  
10 respectivo y eso también se refleja en la variación porcentual. Donde hay una reducción que más  
11 bien hay un efecto negativo en el 2025, es en el índice de precios de granos, donde hemos visto  
12 algunas reducciones y la expectativa sería que haya una reducción de variación porcentual en el año  
13 negativa de 4,6 y eso es más de dos puntos porcentuales, todavía más negativo de lo que habíamos  
14 visto en abril de este año.

15  
16 Los términos de intercambio experimentarían una mejora de siete décimas de punto porcentual en  
17 el 2025, que es un valor similar, aunque menos favorable que el que teníamos en abril y también  
18 incrementos en las proyecciones que hay de la tasa software a diciembre. Betty, ¿usted quisiera  
19 complementar algo en esta diapositiva?

20  
21 **SRA. BETTY SÁNCHEZ WONG:**

22 Nada más, tal vez, con la SOFR que lo que está implícito en este 4,2 son los ajustes en Reserva  
23 Federal, que el mercado está previendo en setiembre y en algún momento antes de que finalice el  
24 año 25. Eso, lo que teníamos en abril eran unas expectativas de un ajuste un poco más acelerado,  
25 pero básicamente, eso sería lo que agregaría.

26  
27 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

28 Muchas gracias, Betty. Le voy a dar la palabra...

29  
30 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

31 Alonso.

32  
33 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

34 Sí, señora.

35  
36 **SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

37 Sobre eso, es interesante porque hay mucha especulación en la prensa en Estados Unidos sobre,  
38 aunque no he leído artículos académicos, sobre todo lo que se dice en la prensa de la inflación  
39 arancelaria. Lo que he escuchado, no sé si es lo mismo que ustedes han escuchado, es que esa  
40 potencial inflación arancelaria sería transitoria, esta sí que sería transitoria, este no sería un  
41 fenómeno que se queda, pero uno nunca sabe, ¿cuál es la información que ustedes tienen?

42  
43 **SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

44 Sí, efectivamente, su última frase 'uno nunca sabe', creo que es la que domina aquí. Estamos viendo  
45 y ese es el consenso que va a haber una aceleración en el crecimiento de los precios este año de  
46 Estados Unidos. Antes de estos choques venía con una trayectoria descendente de inflación, pero  
47 este evento en el que se incrementa el precio que ocurrirá, que tendrán los bienes domésticamente  
48 dentro de Estados Unidos, genera una grada en el nivel de precios y en las comparaciones  
49 interanuales eso se vería como un incremento en los niveles de precios.

50

1 Pero, ciertamente, no existe una expectativa, no la tenemos ni la hemos registrado de organismos  
2 multilaterales o de la Reserva Federal de que esto genere una inercia inflacionaria permanente, sino  
3 que sería un evento de una única vez, pero tiene que diluirse en el tiempo. Eso sí, podría generar  
4 una pérdida en términos de ingreso real de las personas, al haber ese incremento de los precios  
5 domésticos. Pero sí estoy de acuerdo que no se esperaría que sea una trayectoria ascendente y en el  
6 tanto la respuesta de la Reserva Federal ante este fenómeno sea congruente y en reacción a eso, ha  
7 habido cambios en las perspectivas que se tenían de la trayectoria de reducción de tasas.

8  
9 A finales del año pasado, la expectativa era que hubiera varias reducciones durante el año 2025 y  
10 actualmente, se anticipan alrededor de dos, que una forma de interpretarlo es una política un poco  
11 más, la trayectoria es un poco más restrictiva de lo que se tenía hace algunos meses en respuesta a  
12 esto. No sé, si alguien quisiera completarme.

13  
14 **SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

15 Sí, yo quiero complementar. Obviamente no tengo estudios académicos, pero estudios académicos  
16 sobre ese tema, pero en la reciente conferencia que participé, el representante de la Reserva Federal  
17 sí dedicó un buen tiempo a explicar de cómo lo están viendo en la Reserva Federal. Lo primero es  
18 que, probablemente no va a ser un choque, que lo que se está observando es que ha sido muy  
19 modesto, muy pequeño el efecto, creo que lo contemplaba a lo sumo en una décima de punto  
20 porcentual con los datos a mayo, creo que para junio ya le indican un poquito más, creo que dos  
21 décimas, una cosa así, pero a mayo era una décima.

22  
23 Que lo que había ocurrido, y eso sí lo han comentado los compañeros de la División Económica,  
24 era que el incremento en las importaciones que hubo en los primeros dos, tres meses, habían  
25 incrementado los inventarios, aunque reconocen que los datos de inventarios en Estados Unidos no  
26 tienen certeza que estén todos buenos esos datos, pero sí hablan de un incremento de inventarios y  
27 que eso ha funcionado como un amortiguador de efectos en los precios esperados. Y que dada la  
28 incertidumbre que ha ocurrido de que se hace una prórroga, se suben, se bajan y que se cambian,  
29 entonces que, desde el punto de vista de los tomadores de precios o los que ponen los precios de  
30 venta han tenido el temor de hacer un cambio que los deje fuera de competencia.

31  
32 Y, entonces, por el momento, buena parte ha sido absorbido por las utilidades, por las ganancias,  
33 por los márgenes del mercado. Entonces el temor es que ellos vayan a perder participación del  
34 mercado y, entonces para controlar eso lo que han sacrificado es ganancias. Pero sí hablan más bien  
35 de que el efecto, nada es para siempre, entonces ahí ya la Reserva también tuvo una redefinición de  
36 diccionario de lo que significa transitorio, no quieren volver a usar esa palabra, pero que sí puede  
37 ser más que un efecto de una sola vez y de muy corto plazo, que sí puede llevarse varios trimestres,  
38 cuidadito más de un año, porque lo que había es, van ajustando los costos poco a poco, se lo van  
39 pasando al consumidor final poco a poco, porque tienen que ver cuál es su participación en el  
40 mercado.

41  
42 Entonces, y vean que todavía no tenemos los efectos, todavía no se sabe ni siquiera cuáles van a ser  
43 los niveles de impuestos para importaciones a Estados Unidos de los distintos países, pero que el  
44 efecto va a ir siendo poco a poco, entonces se puede tener un efecto relativamente prolongado por  
45 varios trimestres, de efectos en los precios por lo de los aranceles. Entonces el argumento este de  
46 que era de una sola vez y qué pasaba, era un incremento en el nivel de precios, pero que la inflación  
47 al siguiente mes ya no se manifiesta porque los precios se quedaban, esa hipótesis ha ido perdiendo  
48 fuerza, al menos entre los investigadores y analistas de la Reserva Federal.

Entonces, creo que lo van a ir pasando poco a poco y el problema con el tiempo, entonces ya tiene cierta persistencia que contamina expectativas y que contamina, contaminó no, si provoca efectos de segunda ronda. Entonces que el efecto puede ser en magnitud, no tanto como se dijo en el primer momento, que van a subir los precios y que era de una sola vez, sino que puede ser relativamente pequeño, pero con cierta persistencia y con efectos de segunda ronda que le lleva a otra dinámica a la Reserva Federal.

Creo que esto es palabras del presidente de la Reserva Federal, del sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, él dice: 'no, yo quiero que haya...' Eso lo ha dicho es público: 'Yo quiero que haya una estabilidad en la política comercial para poder contemplar el efecto', muy probablemente en ese momento no vamos a hacer nada con tasas, por eso ha pedido más tiempo. Dice, 'pero si creemos que va a tener un efecto sobre crecimiento y en el momento en que observemos el efecto sobre crecimiento, más bien lo que va a corresponder es bajar las tasas'. Entonces creo que la idea de que no era inflacionario, que era un choque de una sola vez, todo ese argumento ha perdido fuerza y hay quienes, los que están metidos en esto, en la Reserva Federal, que lo ven como un efecto de... no de una sola vez, sino que va a ser un proceso de cómo los fabricantes, al final de cuentas, los proveedores de bienes y servicios le pasan eso al consumidor final, que eso se puede llevar varios trimestres.

Eso es la visión de alguna gente sobre este tema. Adelante, Alonso.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Muchas gracias.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

Muchas gracias.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Muchas gracias. Le voy a dar la palabra a don Henry para que continúen con la presentación de los datos del segundo trimestre de crecimiento del PIB y las proyecciones que tenemos en adelante.

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Sí, como es usual con la publicación del Informe de Política Monetaria tratamos de, además de adelantar la estimación del crecimiento del trimestre inmediato anterior a la divulgación del informe, en este caso, para el segundo trimestre estamos estimando una variación de 3,9 que refleja una desaceleración en el crecimiento, tanto si lo comparamos con el trimestre previo como si lo comparamos con hace un año. Particularmente explicado por el comportamiento de la inversión en nuevas construcciones en las exportaciones, particularmente por lo que ya hemos comentado en turismo y la desaceleración en el consumo de los hogares. La siguiente.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Henry, no, un momento, Henry.

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Sí, señor.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Esos datos son... a mí sí me sorprenden porque es una revisión con respecto a lo que ustedes habían dicho en el mes de abril y es mucho más optimista en cuanto al crecimiento, ¿verdad?

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Sí.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

O sea, eso lleva a que... Yo sé que tienen ponderadores distintos, pero así, a la vista, lo que lleva es a un crecimiento alrededor de 4% en el 2025.

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Eso es lo que vamos a ver ahorita en la siguiente diapositiva. Recordemos en el tema que estaban conversando ustedes previamente hay una altísima incertidumbre sobre cuál va a ser la política arancelaria de Estados Unidos, por lo menos para nosotros, dado que no se ha informado, estamos trabajando con el supuesto de que se va a mantener ese 10% que ya se había anunciado, pero existe todavía la posibilidad de que se establezcan impuestos diferenciados dependiendo de los productos. Entonces, ahí creo que es una de las variables de mayor incertidumbre para realizar este ejercicio de proyección.

Con respecto al turismo, lo que estamos asumiendo para este ejercicio, es que estaría creciendo 0,8% en el 2025. Eso implica una recuperación en el segundo semestre porque ya ayer habíamos visto que los datos observados al primer semestre tienen una caída. Implícitamente es una tasa cercana al 6% la que está ahí contemplada para la segunda mitad del año en el turismo receptor y para el 2026 un 4%. En el caso de las salidas, ahí más bien sí estamos haciendo una revisión al alza, particularmente en el 2025, dado el comportamiento que ya llevamos observado en ese indicador en lo que llevamos del año.

Para la proyección de crecimiento, como les decía, hay una incertidumbre alta por cual puede ser finalmente los impuestos a las importaciones provenientes de Costa Rica que vaya a implementar Estados Unidos. Además, hay otras variables ahí, de cómo quedamos comparativamente con otras economías que también van a tener aumentos en las tarifas y qué tan distintas van a ser de las que nos imponen a nuestro país. Pero dicho eso, y con también los datos que ya tenemos al primer semestre, estamos estimando un crecimiento revisado al alza de 3,8%, lo que son dos décimas más de lo que habíamos dicho en abril. Se me olvidó hacer la advertencia de siempre, esto es un ejercicio en proceso, es la primera ronda, recogemos las observaciones que ustedes nos hagan, además de información adicional que vaya llegando y continuamos después de hoy afinando esas estimaciones.

Pero con respecto a esta revisión del 2025, hay un ajuste al alza en lo que es la exportación de bienes por el desempeño favorable que vemos en los regímenes especiales, particularmente en Zona Franca y las tasas que se revisan a la baja es la inversión en nuevas construcciones y en el consumo de los hogares, porque como estamos trabajando con un nivel de precios del petróleo mayor al ejercicio de abril, eso tiene un impacto en los términos de intercambio, menor ganancia a términos de intercambio, y por esa vía se afecta el ingreso disponible en términos reales. Entonces eso es lo que me está explicando la evolución del consumo, la revisión que estamos haciendo en este momento.

Y como trayectoria, en el tema de las exportaciones de bienes, sí tenemos esta desaceleración que va a depender mucho, reitero, de cuál sea finalmente la política arancelaria que se le termine aplicando al país. No sé si aquí hay comentarios o preguntas.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Un detalle, Henry, nada más. Tal vez es que no estoy tomando adecuadamente cuáles son las tasas de crecimiento con base en qué, porque lo que yo vi antes era el primer semestre creciendo 4,1 y el segundo semestre creciendo 4.



**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

No, en la diapositiva anterior -si quiere la ponen-. Es sólo el dato del segundo trimestre -la anterior, perdón, la 3- es sólo el dato del segundo trimestre el que estamos...

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Ah, primero y segundo son trimestres, no semestres.

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Sí, señor.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Ya está clarísimo.

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Perdón, no me expliqué.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Eso es, está bien, perfecto.

**SR. HENRY VARGAS CAMPOS:**

Entonces vamos a la diapositiva que tiene el crecimiento por actividad económica. Ahí en síntesis básicamente lo que vemos son las actividades o las industrias donde hay participación significativa de regímenes especiales con una revisión al alza en el crecimiento, en la estimación de crecimiento, particularmente en la manufactura y en las que son actividades primordialmente del Régimen Definitivo, ahí más bien hay una revisión a la baja en las tasas de crecimiento con respecto a lo que hemos estimado en abril. La única diferencia tal vez es que, en el caso de la actividad agropecuaria, si bien seguimos estimando una contracción, es menor a lo que habíamos previsto en abril.

Tal vez en la siguiente para verlo de forma un poco más agregada, entonces aquí vemos que en el 2025 y 2026 los Regímenes Especiales tienen una revisión al alza de 2,5 y 1 punto porcentual respectivamente, mientras que el Régimen Definitivo, la revisión en el crecimiento es a la inversa. Y aquí hay que considerar que el supuesto implícito es que este Régimen Definitivo tendría alguna aceleración en la segunda mitad del año, dado el comportamiento que ya hemos visto que tiene por lo menos el IMAE hasta mayo. Siguiendo.

Ahí le paso la palabra a don Rigoberto.

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

Bien, buenas tardes a todos. En congruencia con estas cifras presentadas por don Henry, nosotros estamos viendo un déficit en la cuenta corriente del año 2025 de 1,3, que es inferior al que habíamos traído en abril, fundamentalmente con lo que hemos dicho ayer en el IMCE, en el buen comportamiento que... el buen desempeño que han tenido las exportaciones, las ventas externas de los Regímenes Especiales. Como pueden observar ahí donde está la mejora y eso también conllevaría a un pequeño ajuste en las utilidades reinvertidas asociadas al mejor desempeño de ese régimen en particular. Eso creo que es lo más relevante en la parte real de la balanza de pagos.

En el caso de la Cuenta Financiera, tal vez resaltar que estamos esperando una ganancia en el segundo semestre de USD 206 millones y que ya en el primer semestre tenemos una ganancia de 641 millones, o sea, estaríamos hablando de alrededor de USD 850 millones en el año. Acá tenemos

unas compras medias en el segundo semestre de 20,3 en promedio, en el primer semestre fue 23,7 más o menos y el año pasado fue 20,7. Acá estamos contemplando todos los requerimientos del Gobierno e incorporando también desembolsos de 500 millones del BIRF, 57 millones de la Agencia Francesa y alrededor de 100 millones de ingresos en efectivo, porque los proyectos una parte entra en especies y no en efectivo, de los proyectos que están en ejecución. Todo eso nos permitiría cerrar con unas reservas de 15.000 millones y con un índice de adecuado de reservas, conforme fue definido por la Junta Directiva en su momento en 144 para 2025 y 143 para 2026.

**SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

Una pregunta. En la parte de inversión extranjera directa hay una tendencia a la disminución de 5,5 a 5 entre el 24 y 26, pero tal vez contextualizarla, entiendo que 5% es históricamente una cifra relativamente alta. Podrías elaborar un poco más sobre los factores que se tomaron en cuenta aquí y el nivel respecto a la media de los últimos cinco años en el rubro de inversión extranjera directa.

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

Ahí estamos contemplando en el caso de 2025 y 2026 en particular, que en la medida en que los regímenes especiales tengan un buen desempeño con sus ventas externas, usualmente hay un promedio de alrededor de una reinversión de utilidades de entre 55 y 60%. Por eso es que incluso vemos una mejora con respecto a lo que tenemos a abril, que es congruente con unas mejores exportaciones y con lo que hemos visto, viéndolo desde la perspectiva, recordemos que estamos acá viendo el pasivo particularmente, una de las formas de presentar la inversión directa, en donde lo que estamos considerando es el ingreso, no el neteo con lo que puede ocurrir, eso está implícito en el otro capital, y consideramos que ese monto que estamos incorporando es bastante razonable, incluso teniendo en consideración los datos preliminares del primer trimestre del 2025 y alguna estimación con datos del segundo trimestre.

En ese sentido nos parece que ese monto, como pasivo, como ingreso bruto, es bastante razonable particularmente, insisto, por el mejor o el buen desempeño que han tenido los regímenes especiales donde el 95%, 95, 94 o 95% corresponde a empresas cuyo capital es correspondiente a no residentes y que usualmente cuando hay un buen desempeño de ellas una buena parte de eso se convierte en utilidades reinvertidas.

**SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

Y ¿cuál es, si lo tiene a mano más o menos, el promedio de los últimos cinco años respecto al PIB de este rubro?

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

Sí, está en alrededor de cinco, está muy parecido al que tenemos, ya le digo exactamente cuánto tenemos para... ya se lo pongo acá en el...

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Don Max, yo lo que recuerdo era que para un período largo más bien era un número de 4,5. Más bien después de la pandemia entiendo que se aceleró y dio un poco más de cinco. Entonces más bien ese 5,2 es parecido a lo que hemos observado en los últimos cuatro o cinco años, pero esos son...

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

4,8 es el promedio de 2019 a 2023, pero insisto, en este caso lo que estamos viendo es fundamentalmente por ese buen desempeño y hay una correlación aquí en mayores exportaciones en los regímenes especiales y en circunstancias, vamos a decir, no normales, no normal porque hoy en día es difícil decir que estamos normalidad, pero en naturales hay una buena porción de esas

exportaciones que se traducen en mayores utilidades reinvertidas en el país fundamentalmente. Entonces 4,8, o 5 y estamos pensando en un 5,2 y en el 2024 fue 5,5. Estamos más bien reduciendo con respecto al 2024 en 3 décimas.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Sí, yo lo que recuerdo es que los últimos años han sido particularmente buenos con respecto a la historia. Pero entonces el 5,2 está por arriba de esa historia del 19 al 23, y ustedes revisan ligeramente al alza precisamente por lo ya observado en datos del primer trimestre, ¿es así?

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

Correcto y por el buen desempeño que ha tenido, por eso decía que datos parciales del segundo trimestre, por el buen desempeño que tuvieron en ese lapso las exportaciones de los regímenes especiales que usualmente, insisto, tienen una contraparte de reinversión de utilidades importante.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Ya le doy la palabra a Manfred, pero Rigoberto, tal vez para que me conteste ahora después de que Manfred habla, y los supuestos críticos sobre el endeudamiento externo se mantiene que los 1.000 millones de colocación de bonos en los mercados internacionales, no ocurre porque eso no está aprobado.

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

No, eso no está contemplado, lo que tenemos para el 2025 son los 500 millones del BIRF que están en pues en la Asamblea, creo que ha habido una un rezago ahí, pero estamos contemplando que ingresan en el mes de agosto, 57 millones de la Agencia Francesa y alrededor de 120 millones de recursos líquidos asociados a proyectos. De nuevo, algo que me parece importante es que el Gobierno captura alrededor de 90 millones por mes, que es el promedio de los últimos 18 meses e insisto que el promedio que estamos contemplando, incorporando en este ejercicio de compra es 20,3 que es inferior al del año pasado en ese mismo lapso y también inferior al observado en el primer semestre del año.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias. Recuerden que no los veo todos, ahora corriendo la pantalla fue que me encontré a Manfred. ¿Manfred, usted quería decir algo?

**SR. MANFRED VÍQUEZ ALCÁZAR:**

Sí, es para don Max, es que en ese promedio hay un valor bastante bajo que es el del 2020 que es 3,4, pero si arrancamos en el año 21, los niveles de inversión directa PIB estaban en 5,5, 5,3, 5,4, 5,5 y ahora este que traemos nuevo de 5,1, perdón, de 5,2.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, Manfred. Alonso.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

También un comentario que yo sé que es repetitivo, que es importante valorar la proporción de pasivos de inversión directa con respecto al PIB, cómo se comparan sobre todo con el déficit de cuenta corriente. El déficit de cuenta corriente ahora representa menos de una tercera parte y está por lo menos en el 24 y lo que prevemos para el 25 y 26, menor al 1,5 % en un contexto en el que desde el... creo que el 2015 teníamos superávit y en nuestra cuenta comercial, el déficit en cuenta corriente es originado por el por el ingreso primario.

Entonces es importante destacar esa mejora histórica que hemos tenido en la reducción de déficit de cuenta corriente, y sobre todo destacar que tenemos un superávit comercial ya bastante consolidado.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Bien, muchas gracias, perfecto. Adelante, sigan, hablen, si alguien tiene que decir algo, hable, no espere a que yo lo mire, por favor. Si no, adelante, Alonso o Rigoberto, no sé.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Falta una, sí, es Rigoberto.

**SR. RIGOBERTO TORRES MORA:**

Sí, pero es la factura petrolera que ya se adelantó ahí que el precio que estamos dando 83,9 en el 25 y 79,2 con base en la información de precios a futuro. Y si bien es cierto es mayor que abril, es menor que lo que teníamos en enero el precio del cóctel que el país importa de hidrocarburos, y ya tenemos datos también al primer semestre del 2025, entonces para la segunda parte del año tenemos un precio promedio alrededor de USD 84. Muy parecido al que tenemos ahí de promedio para todo el año.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Muchas gracias, Rigoberto. Los elementos de la primera discusión del Informe de Política Monetaria son los que acabamos de presentar, ese era el primer punto de agenda, no sé si tuvieran consultas o quisieran darlo por recibido, estamos atentos. No lo escuchamos, don Róger.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

La prisa me hace cometer errores. No, que yo no tengo preguntas adicionales, don Henry manifestó que es un ejercicio en ejecución, entonces la semana entrante podemos tener revisiones, pero, no sé, quiero darle oportunidad a los miembros de Junta, si tienen algún comentario, si no procederíamos a darlo por recibido.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Ramón, si quiere quita la presentación momentáneamente.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

No veo solicitud de la palabra, entonces lo damos por recibido. Los que estemos de acuerdo en darlo por recibido, por favor, lo manifestemos. Don Max, don Juan -las pantallas, espere para correr la pantalla- doña Marta acaba de decir que sí, doña Silvia también, don Jorge también, mi persona. Los seis miembros de la Junta damos por recibido el primer informe, el primer adelanto sobre el Informe de Política Monetaria que se presentará a finales del mes de julio”.

La Junta Directiva, con base en lo expuesto por la División Económica y la División Análisis de Datos y Estadísticas, así como en los comentarios y observaciones hechas en esta oportunidad,

**dispuso:**

dar por recibida la primera discusión del Informe de Política Monetaria a julio de 2025, elaborado por la División Económica y la División Análisis de Datos y Estadísticas y continuar con su análisis en una próxima oportunidad, para los fines consiguientes.

**Comunicar a:** Presidente del Banco (c.a: Gerencia, Auditoría Interna, División Económica y División Análisis de Datos y Estadísticas).

**ARTÍCULO 6.** *Definición de la Tasa de Política Monetaria (TPM) a julio de 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, Carlos Segura Rodríguez, Álvaro Solera Ramírez, Melissa Herra Leandro, Carlos Brenes Soto, Susan Jiménez Montero, Esteban Sánchez Gómez, David Ching Vindas, Ramón Araya Cruz, Bernal Laverde Molina, y Olga Monge Alvarado, todos funcionarios de la División Económica, así como Rigoberto Torres Mora, director del Departamento de Análisis de Datos Organizacionales, Rosa Ruiz Vásquez, Jacqueline Zamora Bolaños y Manfred Viquez Alcázar, todos funcionarios de la División Análisis de Datos y Estadísticas, participaron en el análisis del asunto al cual se refiere este artículo.*

En línea con lo dispuesto en el artículo 6 del acta de la sesión 6267-2025, celebrada el 16 de julio de 2025 y en atención de las fechas indicadas en el calendario establecido para las reuniones de política monetaria para el 2025, aprobado por la Junta Directiva, en el artículo 10 del acta de la sesión 6223-2024, del 7 de noviembre de 2024, la Junta Directiva conoció una propuesta de la División Económica, conducente a revisar el nivel de la Tasa de Política Monetaria, a julio de 2025.

Sobre el particular, se transcribe lo siguiente:

**“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Entonces, adelante con lo siguiente, compañeros, por favor.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Perfecto, muchísimas gracias. Entonces, vamos a continuar con los insumos del análisis de política monetaria, vamos a empezar con una recapitulación sobre lo que vimos ayer de la coyuntura internacional donde veíamos que hay indicadores de corto plazo de actividad económica que dan señales mixtas. El comercio mundial y la producción industrial se desaceleraron en abril después de un repunte especialmente en comercio, muy debido a una anticipación en compras de, sobre todo de Estados Unidos a bienes de China en anticipación de los aranceles que, potencialmente, se iban a anunciar en esa fecha, como efectivamente fue, pero también, el índice compuesto de gerentes de compra mostró aumento en las regiones que vimos en Estados Unidos, la zona del euro y China.

En las últimas semanas y meses, ha habido cambios en las políticas comerciales y fiscales de los Estados Unidos, que ese es un nuevo panorama reciente. La incertidumbre global, en general, continúa elevada y especialmente, el indicador de riesgo geopolítico aumentó significativamente en los últimos meses, especialmente impulsado por las tensiones de Oriente Medio. El proceso desinflacionario en el que venimos desde hace algún tiempo está en pausa porque ha habido aumentos en precios de alimentos y servicios; y algo que destacamos es que los incrementos recientes en el precio del petróleo generan riesgos para ese proceso desinflacionario y congruentemente, ha habido cautela en las decisiones de política monetaria de los distintos bancos centrales.

Los mercados financieros en contraposición a lo que vimos en abril, especialmente, han estado en relativa calma con respecto a los meses previos. En la coyuntura económica nacional vimos que,

con el indicador de actividad económica está creciendo alrededor de 3,8 y eso es liderado, especialmente, por industrias vinculadas con la exportación y servicios, mientras que otras como agricultura, especialmente por condiciones climáticas que tuvieron un efecto en la oferta, la infraestructura y turismo continúan con algunas muestras de debilidad.

Un elemento muy importante para la decisión de política monetaria es que la inflación interanual está en valores negativos, influida por componentes agrícola y combustibles y un elemento que nos gusta destacar es que ha habido una reducción en la inflación subyacente en los meses más recientes. También, las expectativas de inflación están muy cerca del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta, incluso, con algunas reducciones y esto vale la pena destacarlo porque, en el tanto haya cambios en las expectativas de inflación a la baja, eso genera un efecto sobre las tasas reales, una reducción en las expectativas puede generar un incremento en el cálculo de las tasas reales y ese es un elemento que nosotros hemos tomado mucho en consideración.

En las cifras fiscales, vimos que se mantiene un superávit primario e incluso, hay alguna mejora en ciertos indicadores, especialmente por la reducción de la carga de intereses y eso continúa el proceso de consolidación de la sostenibilidad fiscal. Hay una relativa estabilidad en tasas de interés, especialmente las activas y un premio por ahorrar en colones que continúa en valores negativos. Ha habido una reducción en los excesos de liquidez en el MIL, pero la liquidez en el sistema continúa alta. En general, la trayectoria de agregados monetarios y crediticios no incuba presiones futuras de inflación y la disponibilidad de visas ha generado un efecto en el mercado cambiario en términos del precio, reduciéndolo con una apreciación de la moneda, pero simultáneamente, la disponibilidad de divisas ha permitido al Banco Central atender la mayor parte de lo que ha sido requerido por el sector público no bancario cuando se evalúa históricamente.

Un elemento que nos quedó pendiente del día de ayer ante una solicitud que se hizo durante la discusión, fue la actualización con respecto a los datos de empleo en las empresas de zona franca. Históricamente, lo que se ve es que el crecimiento se aceleró, sobre todo en el 2021 y 22. Recientemente se ha mantenido estable, pero con variaciones. Esta variación interanual que se presenta en el gráfico de la derecha no es en puntos porcentuales, es en número de personas. Entonces, en el..., finales del 2023 y en adelante, se ha dado un crecimiento en cada uno de esos trimestres con respecto al trimestre del año anterior, que, para el segundo trimestre de 2025, son 3.259 personas, que es un crecimiento mucho menor al que vemos en el 2022 y 23, pero continúa positivo, o sea, siendo valores positivos. Esto es... don Juan, esta es la información que tenemos con respecto a la consulta que nos hizo el día de ayer. No sé, si quisiera hacernos alguna consulta adicional.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Perfecto, muchas gracias. Aquí, mi preocupación era si había habido mucho crecimiento en este régimen para compararlo con lo que había sucedido en el definitivo o en total, más bien, porque uno podría pensar, bueno, esto es una estimación de cuántas personas crecieron en el régimen definitivo, y descontarlas del definitivo para ver cuánto creció el régimen definitivo. Pero creo que dado esto, estos números son relativamente pequeños, inclusive, para el último dato de empleo en comparación a lo que creció en forma interanual. Entonces, te agradezco, porque me da un poco la idea de que sí hubo un crecimiento de empleo en el régimen definitivo.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, definitivamente, sí. Algo importante también a destacar es que, el proceso que hemos visto en los últimos años ha llevado una mejora en la composición de una mayor formalización del empleo. Y eso es también algo destacable y creo que es favorable. Acabo de recordar que doña Silvia nos

pidió el tema de descomposición por el género, no nos dio chance de responder esa consulta, pero sin duda la vamos a tener apuntada para reforzar esa idea en las discusiones en adelante, en los siguientes informes mensuales de coyuntura. Y me disculpo también.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

No, no, para nada, Alonso. Más bien, muchas gracias por considerarlo. Yo sé que ustedes están contra presión de un día para otro. Una cosa que me interesó, porque ayer vimos el gráfico, creo que era de los de 18 a 51, una parte de la población. Y sí sería interesante ver qué es lo que está pasando con los de 15 a 51, si no me equivoco. Bueno, con los menores, de 18 a 24.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

De 15 a 24, disculpe para aclarar.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

De 15 a 24, ahora sí, de 15 a 24. Porque ahí sí hay mucha volatilidad, mucha rotación. No hay, aparentemente, una coincidencia entre las expectativas que tienen los jóvenes con respecto al trabajo que se esperan con respecto a la oferta laboral. Y me parece que el problema es más profundo que solamente una brecha demográfica o de edades. No es un asunto de generaciones ni de edades, sino que, hay un problema un poco más profundo que no sé, si nos corresponde a nosotros explorar, pero al menos preguntar ¿qué es lo que está pasando ahí?

Y, además, que es un fenómeno mundial que hemos escuchado algunas hipótesis de que tiene que ver con la educación, con el apagón educativo, pero también, tiene que ver con expectativas de los jóvenes, de qué significa ahora ganarse la vida, que no es lo mismo que lo que nosotros pensábamos cuando nosotros teníamos esa edad. Entonces, lo menciono porque yo creo que eventualmente va a ser importante cuando entremos en argumentos más cualitativos y más de largo plazo, de lo que va a pasar con la economía costarricense. Yo creo que vale la pena tener esas consideraciones. Muchas gracias.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Muchas gracias, doña Silvia. Sí, coincido plenamente. La información, hace algunos meses no lo vemos, pero generalmente las razones que daban este grupo de edad para salir del mercado laboral, o sea, no ser parte de la oferta laboral, eran razones personales que podían incluir estudio o viaje. Intentamos buscar alguna evidencia estadística, sobre todo de matrícula, pero lamentablemente en esos indicadores, sobre todo en educación superior, arriba de la secundaria, terciaria, sobre todo en la parte de universidades y centros técnicos privados no es tan buena, pero podemos retomarlo en la siguiente, porque coincido plenamente con sus observaciones y preocupaciones. Y como usted dice, también es un fenómeno que lo vemos globalmente, pero que nos atañe también en el país. Bueno, muchísimas gracias.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

Muchas gracias.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Gracias. Podemos continuar. Este es un resumen de lo que vimos el día de ayer, donde veíamos las proyecciones de la inflación general y subyacente. Hubo un incremento ligero en la trayectoria de la inflación general, especialmente, inducido por los supuestos de la trayectoria de los precios internacionales, muy fuertemente influenciado por hidrocarburos, y lo mencionamos también en la sección anterior, donde hablábamos de los supuestos de esos precios para la proyección de crecimiento del 2025 y 2026. En general, hay un adelanto de la inflación general al ingreso dentro,

al rango de tolerancia alrededor de la meta, que sería en estos momentos en el segundo trimestre del 2026, y la subyacente, también hay un acercamiento, pero es muy cercano al límite que ocurre entre el primero y el segundo trimestre.

Con respecto a los determinantes macroeconómicos de la inflación, el día de ayer vimos que hay una brecha positiva, menos amplia de la que teníamos en las estimaciones anteriores, pero siempre positiva, y que las expectativas de inflación dentro de la modelación se ubican, ligeramente, una décima de punto porcentual por debajo de lo que teníamos previamente en el ejercicio de junio. En la postura de política monetaria, el día de ayer vimos que, independientemente de cuál es la métrica que se use, promedio, mediana de la encuesta o la información que viene de las expectativas de mercado, en general, hemos visto una ligera reducción.

Bueno, ligera en algunos, un poco más fuerte en otros, sobre todo en el promedio de la encuesta, reducción en las expectativas de inflación, y al hacer el cálculo de la postura en términos reales, eso incrementa la postura que vemos en cuanto a la política monetaria. Entonces, se acerca al valor superior de ese rango de medio punto porcentual alrededor de la tasa real neutral que hemos discutido previamente. En la trayectoria de mediano plazo para la Tasa de Política Monetaria y la tasa...

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Alonso.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Perdone, es que este asunto me parece que es crítico y puede ser de los factores determinantes. Devuélvalo un momento. Lo que están diciendo es que la tasa está ligeramente por arriba, la Tasa real de Política Monetaria está ligeramente por arriba de ese rango definido, de rango de neutralidad, es poquito, pero está, ¿es así?, ¿estoy leyendo bien el gráfico o no?

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor. Como se ha incrementado un poco, lo pone en el límite o incluso, un poquito superior de esa postura neutral...

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Neutral.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Haciéndola ligeramente restrictiva, pero también hay que, sí es importante calificar que la tasa real neutral es una variable no observable, y el rango nosotros lo hemos puesto en medio punto porcentual, hay otros bancos centrales que usan rangos más amplios, pero sí es un indicador por lo menos de la dirección, de lo que ha ocurrido en los últimos meses.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Con la métrica nuestra, con lo que tradicionalmente hemos hecho, lo que dice es que habría un pequeño espacio.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor.



**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

¿Esa es la conclusión suya?

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Continué, por favor.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Muchas gracias. En la trayectoria, cuando usamos el modelo en el corto plazo para definir un rango de cuál sería la tasa nominal correspondiente con la tasa real neutral, vemos que esa trayectoria diría que, en el tercer trimestre de 2025, el que estamos iniciando, esa tasa debería estar en 3,8 y en el horizonte de proyección debería incrementarse ligeramente, y la razón por la cual el modelo refleja una reducción en esa tasa es, justamente, porque en el plazo más cercano, se utilizan las expectativas de inflación que, como hemos visto, se han reducido en las métricas que utilizamos y también las que indica el mismo modelo, pero nos mantendríamos dentro de ese rango de la neutralidad en esa trayectoria. El rango de la tasa real neutral en el largo plazo sería entre 1 y 2% y el de la nominal entre 4 y 5.

Algo importante es que, la próxima reunión de política monetaria es el 18 de setiembre, como dije el día de ayer. Tenemos otros bancos centrales, se reunirán en general en dos ocasiones de hoy a esa fecha, incluida la Reserva Federal, que tiene una reunión a finales de julio y una, previo, en el mismo mes de setiembre. Entonces, va a haber dos revisiones adicionales.

Vamos a pasar a la diapositiva de los riesgos y tal vez, lo que quiero enfatizar es que este es el informe y la evaluación que hacemos desde la Administración. Son obviamente riesgos que la Junta Directiva puede ver en mayor o menor dirección en alguna vía, pero nosotros vemos riesgos que podrían mover la inflación por debajo de la proyección central, más fuertes que los que moverían la inflación por arriba de la proyección central.

A manera de ejemplo, puede haber choques en el lado derecho, choques de oferta que pudieran mover la inflación por encima de esa trayectoria. Los vemos menos probable de lo que lo hemos visto en meses anteriores, pero no han sido eliminados. Persisten y creo que van a persistir por mucho tiempo o indefinidamente, choques de oferta que puedan venir por fenómenos climatológicos, tanto interna como externamente. Podría haber algún escalamiento de conflictos geopolíticos. Tenemos los conflictos que ocurren actualmente y hemos visto que, por ejemplo, no han tenido un impacto duradero, pero eso no significa que no pudiera haber algún escalamiento hacia adelante y eso nos parece que es un riesgo que permanece, igual la fragmentación del comercio global. Pero como dije, los vemos menos importantes que antes y por eso el abanico de proyección que tenemos tiene los riesgos más inclinados a la baja.

Ahora sí, en los que vemos más probables, que son los de inflación por debajo de la proyección central, el día de ayer no habíamos calificado cuál nos parecía más importante y creo que eso fue parte de la discusión. Y estamos de acuerdo que el más importante, el que vemos como más importante, es que las expectativas de inflación están, la meta es 3 y están cerca del 2, incluso con valores ligeramente inferiores. Y esto lo asociamos con que ha habido una postergación de convergencia de la inflación con el rango y especialmente con el valor puntual de la meta de inflación. Y eso puede incrementar, hay diferentes métricas que se pueden utilizar para evaluar la

credibilidad del Banco y en algún momento trabajé y otros colegas han trabajado en esos temas de medición de credibilidad del Banco. Una métrica es qué tan alejada está la expectativa del valor central de la meta y ese es un elemento que podría incidir y lo vemos en un orden de prioridad.

Los otros dos están en ese orden, pero no los calificamos en términos de cuál puede ser más importante que el otro. En alguna medida, podrían incluso estar relacionados, pero sería que con respecto a los supuestos que tenemos en el horizonte de proyección, nuestros socios comerciales tengan un crecimiento inferior al que proyectamos, que eso es una posibilidad y lo vemos como un riesgo alto, y también, que la trayectoria en los precios de los bienes en general, no solo insumos y esto lo discutimos ayer, no solo insumos sino bienes en general, podría ser inferior a la prevista.

Eso incluso, en un contexto de incertidumbre que hay anuncios y no se conoce la magnitud y la temporalidad de posibles barreras arancelarias y conflictos geopolíticos, pero sí vemos una probabilidad de que haya una trayectoria de precios de bienes inferior a la prevista por efecto en las materias primas, pero también, por una redistribución que puede haber en el comercio internacional en la que, bienes que previamente iban a un mercado que, ahora está un poco más restringido al ingreso o el costo será mayor, puedan ser redirigidos a otros mercados como los nuestros, donde generaría algún impacto.

Entonces, voy a pasar a la diapositiva de la recomendación donde estamos proponiendo una reducción de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria para ubicarla en 3,75. Tal vez, algo que quiero retomar es que, el tema de la neutralidad siempre es una aproximación, hay incertidumbre, pero en estos momentos estamos viendo que hay espacio para reducir la Tasa de Política Monetaria. Voy a describir por qué vemos ese caso. Llevamos algún tiempo por debajo, de la meta de inflación y también, estamos observando, sobre todo en temas de actividad económica que, el crecimiento del régimen definitivo, que es la parte de la economía que está más vinculada con las acciones que pueda tomar la autoridad política monetaria, en estos momentos están en valores inferiores al 2%. Como mencionábamos, se prevé que haya alguna aceleración en el segundo semestre que podría, que llevaría el crecimiento a valores superiores, pero esta es una consideración importante.

Hay algunas métricas como, por ejemplo, el crecimiento del crédito, la liquidez que existe en el MIL, que son indicativos de condiciones favorables en el sistema financiero, pero también, hay otras que pueden ser indicativos de alguna condición un poco más restrictiva como, por ejemplo, que haya un incremento en las tasas reales mayores y esto está, perdón, un incremento de las tasas reales a niveles superiores, muy relacionado con el tema de expectativas que mencionaba previamente. Las expectativas son uno de los elementos que ha dominado esta discusión y nuestro análisis para evaluar cuál puede ser la recomendación en este momento y la trayectoria que han traído en meses recientes nos parece muy importante destacar.

Otro elemento muy importante es que la inflación, en este momento, es negativa, pero especialmente los bancos centrales deben en general, fijarse mucho en qué ocurre con la medición de la inflación subyacente. El promedio de los indicadores de inflación subyacente no ha superado el 1%, ciertamente nunca ha sido negativo, pero no ha superado el 1% y en los últimos meses se ha desacelerado.

Si bien, los indicadores del mercado laboral son favorables, sobre todo por las condiciones financieras vemos que hay un espacio para una reducción de 25 puntos base en esta ocasión. Con esto yo, el último elemento que quisiera destacar es que, siempre en los valores cercanos a una postura neutral o al rango neutral que estamos evaluando, consideramos que deben ser graduales y

que debe procurar que haya prudencia en esas decisiones y en el tanto, sea un movimiento en la dirección de reducir, nos parece que es la recomendación adecuada.

También, un elemento final que quisiera destacar es que los elementos de condiciones financieras son los que nos sugieren principalmente, como las tasas reales, como las expectativas, como la inflación subyacente, son los que impulsan, los que nos dan los elementos para hacer esta recomendación. Con esto termino y les agradezco su atención y quedamos atentos a las consultas que nos quieran hacer.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, Alonso, está muy claro. Por favor, quiten la presentación. Y ahora sí, viéndonos nosotros, quiero de nuevo agradecer a las distintas divisiones han trabajado en la recomendación, siempre es un trabajo contra reloj, arduo y de una enorme responsabilidad. En ese sentido, quiero expresar mi agradecimiento. Veo la mano de don Juan Andrés levantada. Adelante, don Juan.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Muchas gracias. Bueno, primero me uno a las felicitaciones, siempre excelente trabajo y súper relevante y facilita mucho el trabajo nuestro. Una, no sé, tal vez, es una recomendación sobre las conclusiones. Si puedes poner la presentación, me facilitaría, disculpa.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

¿En las de coyuntura?

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

En la... no, en las recomendaciones, en esta última presentación en los riesgos, más bien.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Riesgos.

**SR. RAMÓN ARAYA CRUZ:**

Un momento, por favor. Listo.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Bueno, esto es, creo que es una recomendación más para para facilitar la comunicación. A mí me quedó súper claro todo lo que mencionaron. En la segunda viñeta del lado izquierdo dice, 'crecimiento económico de socios comerciales inferior', tal vez, sea importante aclarar qué es, de dónde viene, porque es que una reducción en el crecimiento puede estar asociado a precios más altos, a precios más bajos, que era lo que les comentaba ayer. Entonces, como que está ligado a una caída en la demanda.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Y abajo, me parece que es importante enfatizar qué es trayectoria de precios internacionales.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor, tiene razón, toda la razón.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

La recomendación fue en esa línea, pero un poco para la comunicación, como enfatizar esa parte, nada más.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Sí, señor, muchísimas gracias.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Muchísimas gracias y felicitarlos.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Don Juan, ¿usted quiere iniciar o quiere darle la oportunidad a otro compañero? Estamos en la etapa de que somos nosotros, entonces...

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Como quieran.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Ya que está en el uso de la palabra adelante, don Juan. Después, don Jorge y después doña Silvia, después, doña Marta, don Max y termino yo. Vamos a ver si logro memorizar el orden. Adelante, don Max... don Juan.

**SR. JUAN ANDRÉS ROBALINO HERRERA:**

Muchísimas gracias. Bueno, mi posición es que la situación ahora es relativamente similar que en la última reunión de política. El cambio interanual del índice de precios al consumidor se mantuvo en terreno negativo, el cambio en los precios, en el último mes fue prácticamente cero o tan pequeño que si lo proyectamos para los siguientes 12 meses quedamos muy por debajo del rango de tolerancia. En junio, de nuevo, 12 de los 13 índices de las divisiones de consumo terminaron con un cambio interanual, que los coloca por debajo del rango de tolerancia en el último año. Si observamos el cambio en el último mes, seis de esos índices se encuentran en terreno negativo y tres de ellos cercanos a cero.

Durante el principio de este año los índices de precios que llevaba al IPC a un campo por debajo del rango de tolerancia eran particulares para bienes que estaban asociados a importaciones y categorías reguladas y, por lo tanto, muy afectadas por factores fuera del ámbito de la política monetaria nacional, como por ejemplo, factores de mercados internacionales. Sin embargo, desde abril, las divisiones de consumo que deberíamos de esperar que sean afectadas directamente por la Tasa de Política Monetaria, en las que incluyo alimentos y bebidas no alcohólicas, alquileres y servicios de vivienda, comidas y bebidas fuera del hogar, recreación, educación y bienes y servicios diversos, en agregado, siguen por debajo del rango de tolerancia en forma interanual, y la tendencia del agregado no es muy alentadora.

Además, el cambio interanual del resto de los índices que son menos afectados por la Tasa de Política Monetaria y más afectados por las condiciones externas y tipo de cambio, empezó a caer desde marzo, y para el mes de junio lo hizo con mayor fuerza. Seguramente, se va a revertir en los próximos meses por el aumento temporal del precio del petróleo, pero no lo suficiente para que el IPC en su totalidad vuelva al rango de tolerancia.

Que, el IPC tenga una tasa de crecimiento interanual por debajo del rango de tolerancia por más tiempo puede afectar las expectativas, como lo mostraban algunos de los números presentados por el informe de la División Económica, sacándonos levemente de las estimaciones del rango de la tasa

neutral. También, los índices de precios subyacentes no alcanzan el rango de tolerancia desde junio del 2023.

Finalmente, en lo relacionado con precios es importante notar que la brecha del producto no presenta presiones inflacionarias, como lo mencionó también la División Económica.

Bajo esa situación, además, tenemos un objetivo subsidiario que tiene que ver con la producción y empleo, y estos primeros meses del año, tanto para la producción como para el IMAE, se observa una caída en los niveles de crecimiento en el régimen definitivo, y acabamos de ver un pronóstico de crecimiento del régimen definitivo corregido hacia la baja, alcanzando un 3,2, nada para alarmarse, pero me parece que sí hay espacio para contribuir. Y aunque los indicadores de empleo todavía son muy positivos en muchas dimensiones, me parece que hay que darle seguimiento a qué es lo que puede ocurrir en los próximos meses. Por lo tanto, mi voto es por seguir la recomendación de la División Económica, que es reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Muchas gracias.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Gracias, don Juan, muy claro. Don Jorge, adelante.

**SR. PABLO VILLALOBOS GONZÁLEZ:**

Está en silencio, don Jorge.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Don Jorge, el micrófono, tal vez. Ahí no se le ve el micrófono. Ahora sí, pero adelante.

**SR. JORGE GUARDIA QUIRÓS:**

Ahora sí. Muchas gracias. Yo había escrito unas reflexiones para secundar la posición de la División Económica de reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Lo escribí a mi manera, ahí va. Primero, la inflación interanual sigue siendo negativa, aún no ha roto sus cadenas. Dos, el IMAE y otros indicadores de crecimiento pierden fuelle, la tasa de crecimiento en tendencia ciclo se desacelera, el régimen definitivo crece magramente.

Tres, hay que prevenir un incipiente ciclo a la baja, debemos ser previsores. Cuatro, la prima negativa por invertir en colones a corto plazo resulta un riesgo de menor grado, tiene dos años de agitar banderas en rojo. Quinto, la tasa real neutral es un concepto difuso y relativo, bien puede acomodar 25 puntos base a la baja sin desplomarse. Sexto, las expectativas de inflación han mermado debajo del margen inferior.

Siete, la incertidumbre causada por la guerra con Irán se desvaneció, duró 12 días. Ocho, las bolsas, el petróleo y la rentabilidad de los títulos del Tesoro han vuelto a una relativa normalidad y ese era uno de los puntos en que se basó el Banco Central, la vez pasada, para mantener la tasa en su nivel actual. Nueve, la FED fija sus tasas a largo plazo, los aranceles impactarán los precios una sola vez, disminuyen el ingreso disponible del consumidor al inicio, pero después -parafraseando a Julio Iglesias- la vida sigue igual.

Diez, el enfoque apropiado para lidiar con los aranceles no es endurecer la política monetaria, sino, dejar que el mercado acomode sus efectos, dejar a ser, dejar pasar en el sector privado, pero si producen ralentización, procede suavizar la Tasa de Política Monetaria. Y, el once y último es que la ley nos impone dos fines, controlar la inflación y subsidiariamente apalancar la producción y el empleo. Ya logramos con creces el primero de los objetivos, ahora es nuestro deber apalancar el

segundo, solo así podremos cumplir nuestros dos mandatos y poder estar en paz con nuestras propias conciencias. Muchas gracias.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, don Jorge, muy bien. Doña Silvia, adelante.

**SRA. SILVIA CHARPENTIER BRENES:**

Voy a ser muy breve, muchas gracias. Yo concuerdo con el análisis realizado por la División Económica, con la interpretación que hacen de los datos y con la recomendación de bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Juan Robalino ha profundizado sobre este análisis, así que solo tengo que agregar que, el contexto económico general, la inflación general interanual está en valores negativos y hay una reducción en la inflación subyacente y una desaceleración del crecimiento en algunos sectores, lo cual, sugiere que un ajuste a la baja de la Tasa de Política Monetaria sería una medida prudente para estimular la economía sin comprometer la estabilidad de precios.

Dicho esto, confío en que el ajuste en las tasas activas que, está fuera de las manos del Banco Central, se realice con un menor rezago del que históricamente se ha dado, con lo cual, se materializarían los beneficios para los sectores productivos afectados. Muchas gracias.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, doña Silvia. Doña Marta.

**SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

De mi parte, yo también acojo la recomendación de la División Económica el día de hoy, y mis argumentos son muy parecidos a los que ha nombrado don Jorge, pero, básicamente, resumiéndolos, que la inflación general interanual se encuentra en valores negativos, que observamos que se ha dado una reducción en la inflación subyacente y que las expectativas se encuentran cerca del límite inferior del rango de tolerancia.

Además, la Tasa de Política Monetaria real se encuentra, ligeramente, por arriba del rango de neutralidad, lo que nos da un pequeño margen de ajuste a la baja en la Tasa de Política Monetaria y, efectivamente, en nuestra misión de cumplir con los objetivos del Banco Central, el objetivo de inflación baja y estable, lo hemos venido cumpliendo y nos toca reforzar un poquito ahora la parte de la actividad económica donde vemos que, sobre todo, el régimen definitivo se encuentra desacelerado, está mostrando un crecimiento relativamente bajo, por debajo del 2% según lo que nos comentaban ahora los compañeros. Así que, yo también acojo la recomendación de la División Económica de bajar un cuarto de punto.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, doña Marta. Don Max.

**SR. MAX SOTO JIMÉNEZ:**

Gracias. Bueno, viendo qué ha cambiado respecto a la última decisión de política monetaria en la parte externa, me parece que hay mayor certeza de la incertidumbre, porque ahora estamos... si antes teníamos dudas, ahora estamos seguros de que el zigzaguo, las variaciones, incluso, a veces en sentido contrario de la política comercial de Estados Unidos, la parte arancelaria en particular, es un tema con el que vamos a tener que vivir. Las consecuencias de esas decisiones, conforme van variando, habrá que ir las midiendo, pero lo que podemos dar por cierto es que van a continuar. Por

otro lado, hay menor probabilidad de consecuencias derivadas del conflicto con Irán y los Estados Unidos, lo cual es un aspecto positivo, desde la óptica de los conflictos geopolíticos.

En otro ámbito, hay indicios ya de las primeras consecuencias de los efectos de la política arancelaria sobre el nivel de precios en los Estados Unidos. Entonces, se han empezado ya a reflejar esas presiones inflacionarias, lo cual, puede tener consecuencias, no necesariamente directas, sobre los precios en Costa Rica, pero sí en las decisiones de la Reserva Federal que pueden tener consecuencias en nuestros mercados.

En el lado interno, creo que hay un relativo estancamiento del mercado laboral que, si bien ha venido mejorando en... medido por la tasa de ocupación, desde la pandemia, en este año, si uno observa lo que ha ocurrido con la ocupación desde diciembre a acá, se han perdido aproximadamente 32.000 puestos de trabajo, pero la participación también modificó y resultó en un retiro de 35.000 personas del mercado laboral, lo que hace que la tasa de desempleo se mantenga igual, pero digamos que hay, en lo que va de este año, un relativo estancamiento de la ocupación.

Por otro lado, la inflación subyacente muestra un debilitamiento leve, pero en sentido hacia la baja y se ubica en 0,7. Por otro lado, las expectativas de inflación como lo ha señalado, se han... también, movido un poquito hacia la baja y hay un pequeño espacio, para mover las tasas, la Tasa de Política Monetaria hacia abajo para estar dentro del rango de neutralidad.

Por todas estas razones, yo estoy de acuerdo en esta oportunidad, con la recomendación de la División Económica, no sin antes, advertir también que los riesgos sobre todo en la parte externa continúan, particularmente el relacionado con la brecha de tasas de interés entre la Tasa de Política Monetaria y la tasa de la Reserva Federal, que si bien no es el factor determinante en las decisiones de política monetaria, es un elemento que no puede soslayarse y la realidad es que hemos estado ya varios trimestres por debajo, con un diferencial negativo respecto a la Reserva Federal y las probabilidades apuntan a que la Reserva Federal mantenga las tasas actuales, precisamente, por esa presión inflacionaria que empieza a hacerse evidente; lo cual, llevaría a que no solo mantengamos la tasa por debajo de la Reserva, si no que, con esta decisión, la estaríamos incrementando, sin certeza de cuándo va nuevamente a disminuirse.

Entonces, nada más, para señalar que existe este riesgo y que es algo que debemos, a lo que le debemos dar seguimiento. Pero en cuanto a la decisión, mi voto sería en favor de una reducción de 25 puntos por las razones que ya señalé. Muchas gracias.

*Se deja constancia de que, al ser las trece horas con veintidós minutos, la señora Rosa Ruiz Vázquez, ejecutivo del Departamento de Integración y Análisis de Datos, adscrito a la División de Análisis de Datos y Estadísticas, se desconectó temporalmente de la sesión, y que, al ser las trece horas con veinticinco minutos, se volvió a conectar a ésta.*

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Muchas gracias, don Max. Ciertamente, tengo que reconocer que el escenario es mixto en varias variables que se refieren a la actividad económica. En la parte real, más bien, ha mejorado con respecto al último análisis que hicimos hace un mes. Algunas... no por lo que ustedes han dicho, sino por lo que se ha dicho en otras partes, hay que destacar algunas precisiones.

Uno es que la inflación del mes de junio, en particular la del mes de junio, fue positiva, no fue negativa, la que fue negativa fue la interanual. Hay dos cambios relevantes y me voy a referir a ellos en este momento con respecto a hace un mes. Los indicadores de empleo son... tienden a mejorar,

de hecho, siempre hago la advertencia de que no me gusta usar algún valor puntual, sino la tendencia, la tendencia que nos mostraron ayer y que los datos lo verifican, de hecho, estamos con una tasa de desempleo -en valor puntual 6,9- está por debajo de la tasa no inflacionaria de desempleo para Costa Rica que entiendo que es 8,6 lo cual refleja tal vez, una tensión del mercado laboral.

En la parte de producción vemos que la brecha sigue siendo productiva... la brecha sigue siendo positiva, muy poco positiva, pero entonces, no hay, desde el punto de vista de tasas de interés, algo que esté inhibiendo la producción en este momento. Seguimos teniendo abundancia en excesos monetarios que son eficiente, efectivamente gestionados en los distintos mercados, sobre todo en el MIL.

El crecimiento del crédito en moneda nacional es, más que duplica el crecimiento de la producción o al menos, es más el crecimiento del crédito que el crecimiento de la producción, por lo tanto, no hay tampoco una restricción por ahí. Ciertamente, hay que reconocer que, por algunos indicadores, que las condiciones monetarias son menos laxas hoy que lo que era, por ejemplo, en diciembre y eso la División Económica lo ha manifestado muy bien.

El IMAE no desacelera, depende de cómo lo veamos, el IMAE del mes de junio con respecto al mes de... el mes de mayo con respecto al mes de abril, más bien, acelera de 3,4 a 3,6; sube a 3,8; bueno y, estamos pensando que podría haber... eso será definitivo hasta un par de semanas, pero, más bien, que puede haber una revisión de la producción hacia el alza.

No se puede desconocer que el premio negativo es una amenaza para la estabilidad financiera y cambiaría de un país, ahí tenemos una diferente valoración de riesgos que hacemos los distintos miembros. Ese riesgo negativo por mucho tiempo lleva a [...] cambiarios, ya tenemos experiencia abundante en la historia costarricense desde el 2006 a la fecha y, que eso lleva a mayores expectativas de inflación y, por lo tanto, mayor inflación.

Sin embargo, tengo que reconocer dos cosas que son distintas a lo de hace un mes; uno es que el escenario que supusimos de precios del petróleo de 78, al menos ese fue el escenario que se presentó en la conferencia de prensa, no de USD 90, sino de USD 78 que se mantuviera por algún tiempo, ese escenario, pareciera... desenvolvimiento geopolítico que se ha disipado, entonces, que ese choque inflacionario no se va a presentar, que es lo que vemos prospectivamente y son los comportamientos prospectivos, los que deben pesar más en la decisión de Tasa de Política Monetaria.

Y el otro es que, por varios métodos, pareciera que se abre un pequeño espacio para la reducción de la Tasa de Política Monetaria, para que se ubique dentro del rango de la neutralidad. Entonces, bajo esas dos condiciones que han cambiado, yo acompaño a los miembros de la Junta Directiva, a mis compañeros. Y estaría de acuerdo con reducir en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria para ubicarla en 3,75 a partir del día de mañana.

Y quiero hacer un énfasis, no lo voy a repetir, algo lo dije, pero creo que, muy atinente las palabras de don Max sobre esta economía pequeña, abierta, altamente dolarizada, donde lo que ocurra en el resto del mundo, no importa, tiene implicaciones de alto calado sobre el mercado cambiario, y al final de cuentas, sobre la inflación. Entonces, es acompañar también a don Max en ese señalamiento de ese riesgo, que, claramente, somos minoría que lo vemos como un riesgo relativamente significativo y es por eso que acompañamos al resto de los miembros en la reducción de 25 puntos base. Esa sería mi justificación del voto.



Para darle la formalidad, solicito a los compañeros que manifestemos el conteo del voto, por favor, los que estén de acuerdo en reducir 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria. Doña Marta, don Juan, don Max, doña Silvia, voy a cambiar de pantalla para ver dónde es que está don Jorge. Don Jorge, también, perfecto. Y, les solicito la firmeza. Entonces, los que estemos de acuerdo con la firmeza. Don Jorge, doña Silvia -cambié la pantalla de nuevo- doña Marta, don Juan, don Max, y mi persona. Entonces, se aprueba por unanimidad y en firme la reducción en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria a partir de mañana viernes 18 de julio. Don Alonso, veo su mano levantada.

**SR. ALONSO ALFARO UREÑA:**

Quería agradecer los comentarios que nos hicieron al inicio de la votación, porque son muy bien recibidos, pero también, quería enfatizar que, si bien la tarea de hacer la recomendación recae finalmente en la División Económica, existe muchísimo apoyo y colaboración de otras partes del Banco que van como insumo para la recomendación y especialmente, el trabajo de la División de Análisis de Datos y Estadísticas. Muchas gracias.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

No, gracias a todos los compañeros. Sabemos que es un trabajo de un grupo, de un equipo amplio, que es la antigua División Económica, pero que ahora, por las reorganizaciones administrativas sean dos divisiones, pero sí, de eso somos conscientes y sí, es un insumo fundamentalísimo de los compañeros de la División de Datos e Información Económica”.

La Junta Directiva

**al considerar que:**

- A. El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece, como uno de sus principales objetivos, preservar la estabilidad interna de la moneda nacional. Este propósito es interpretado como mantener una inflación baja y estable, lo cual contribuye con la eficiente asignación de recursos en la economía, promueve el crecimiento económico, la generación de empleo y, en general, el bienestar de la población.
- B. En el esquema de metas de inflación, la Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento para señalar la postura de política monetaria.

Para determinar el nivel de la TPM, la Junta Directiva realiza un análisis exhaustivo del comportamiento reciente de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la trayectoria proyectada de la inflación y de sus determinantes y evalúa los riesgos internos y externos que, de materializarse, podrían desviar la inflación de la trayectoria prevista.

- C. Desde la reunión de política monetaria de esta Junta Directiva en junio pasado, en el entorno internacional ha habido algún avance en las negociaciones arancelarias y los conflictos geopolíticos vigentes se han atenuado; no obstante, los distintos indicadores de incertidumbre global continúan en valores históricamente elevados. Esta incertidumbre ha condicionado la actividad económica y la trayectoria de la inflación, tanto observada como prospectiva.

El proceso desinflacionario se detuvo en las principales economías, influido por la evolución de los precios de alimentos, servicios y energía. En este contexto, las decisiones de política monetaria han sido diversas, en general, unos bancos centrales bajaron sus tasas de interés de referencia, en tanto que otros las mantuvieron. Precisamente, por la incertidumbre global existente, los bancos centrales han expresado que la cautela ha guiado la toma de decisiones.

D. En el ámbito nacional, en mayo pasado la actividad económica creció 3,8% interanualmente, según la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica; esa tasa es inferior en 0,9 puntos porcentuales (p.p.) a la observado un año antes.

Por régimen de comercio el crecimiento es diferenciado. Mientras la producción de las empresas amparadas a regímenes especiales crece a tasas de dos dígitos (12,3%), la del régimen definitivo ha tendido a estabilizarse en torno a 1,9%. Asimismo, el mercado laboral mostró una mejora respecto a un año atrás, con una tasa de desempleo de 6,9%, una tasa de ocupación del 51,8% y una variación interanual del 5,7% en los ingresos reales.

E. En el bimestre mayo-junio la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, registró valores negativos, aunque cercanos a cero, lo que contrasta con la tasa media de los cinco meses previos (1,0%). El promedio de indicadores de inflación subyacente también se desaceleró, aunque se ha mantenido en valores positivos (en junio fue de 0,7%). Ambos indicadores continúan por debajo del límite inferior del rango definido alrededor de la meta de inflación ( $3,0\% \pm 1$  p.p.).

F. Por su parte, las expectativas de inflación han permanecido dentro de ese rango de tolerancia, pero en general por debajo del 3,0%. La mediana de las expectativas obtenidas de la encuesta que realiza el BCCR se ubicó en 2,0% a 12 meses y en 3,0% a 24 meses, mientras que, en igual orden, las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativa de mercado), registraron valores de 2,2% y 2,4%.

G. Con la información disponible al momento de tomar esta decisión, los modelos de proyección del BCCR sugieren el ingreso de la inflación subyacente y de la inflación general al rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación, en el primer y segundo trimestre del 2026, en ese orden.

H. Un nivel de la TPM en 4,0%, junto con la evolución reciente de las expectativas de inflación, sugiere que esa tasa se encuentra en valores ligeramente superiores a los que el Banco Central considera coherentes con una postura de política monetaria neutral. Ello abre espacio para una reducción en la TPM. Dada la alta incertidumbre que aún priva en el entorno global, es preciso mantener la cautela en los movimientos de este indicador.

I. Como es usual, la Junta Directiva analizó los riesgos cuya materialización podría desviar la inflación, al alza o a la baja, de la trayectoria central estimada. En esta ocasión esa valoración ponderó en mayor medida los riesgos a la baja y de los cuales destacan los siguientes: i) expectativas de inflación reiteradamente por debajo de la meta de inflación; ii) un crecimiento económico de los socios comerciales inferior al considerado en el ejercicio y; iii) una trayectoria en precios de bienes importados, principalmente de petróleo, inferior a la prevista.

Ello no significa que el Banco Central ignore que, como economía pequeña, abierta y parcialmente dolarizada, existen riesgos asociados a choques externos por fuentes diversas (conflictos geopolíticos y factores climáticos, entre otros), así como el riesgo de una recomposición desordenada del portafolio de activos financieros ante diferencias persistentes entre las tasas de interés locales y externas, hasta el momento no observada. El seguimiento a estas variables forma parte del análisis que realiza esta entidad.

J. El Banco Central reitera 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 así lo requieran.

**dispuso por unanimidad y en firme:**

reducir el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, para ubicarla en 3,75% a partir del 18 de julio del 2025.

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

**ARTÍCULO 7.** *Distribución de documentos que no eran de carácter resolutivo.*

Seguidamente, la Junta Directiva conoció copias digitales de los oficios que se detallan a continuación, los cuales no eran de carácter resolutivo:

1. 020-15072025 CANATUR, del 15 de julio de 2025, por medio del cual, el señor José Martí Jiménez Figueres, presidente de la Cámara Nacional de Turismo, expresó ante la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica su preocupación por la decisión tomada el 19 de junio de 2025, sobre mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4%.
2. P-041-25 UCCAEP, del 16 de julio de 2025, suscrito por la señora Maritza Hernández Castañeda, presidente de la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado, por cuyo medio, en conjunto con otras cámaras, presentan una solicitud formal ante la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en la que se plantea la necesidad urgente de reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM).

**Se dieron por recibidos.**

Con respecto a la finalización de la sesión se transcribe lo siguiente:

**“SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

De mi parte, vean, ya va a ser prácticamente la 1:30. Es la 1:30. Yo, si no hay más, les pediría a los compañeros su venia para llegar hasta aquí en la sesión del día de hoy. ¿Estaríamos de acuerdo?

**SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

De acuerdo.

**SR. RÓGER MADRIGAL LÓPEZ:**

Entonces, finaliza la sesión. Muchísimas gracias. Nos vemos la próxima semana.

**SRA. MARTA SOTO BOLAÑOS:**

De acuerdo, buenas tardes”.

1  
2  
3  
4

**A LAS 13:30 HORAS FINALIZÓ LA SESIÓN.**

**ÍNDICE:****ARTÍCULO 1**

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

**ARTÍCULO 2**

Aprobación del orden del día. Pág. 2

**ARTÍCULO 3**

Se dio por recibido el comentario de la señora Silvia Charpentier Brenes, miembro de Junta Directiva, conducente a solicitar el borrador del Plan Estratégico del BCCR que estaba trabajando la Administración del Banco. Pág. 2

**ARTÍCULO 4**

Asunto confidencial relacionado con una la gestión presentada en documento del 3 de julio de 2025. Pág. 3

**ARTÍCULO 5**

Se dio por recibida la primera discusión del Informe de Política Monetaria de 2025 y se continuará con su análisis en una próxima oportunidad. Pág. 3

**ARTÍCULO 6**

Se dispuso reducir el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, para ubicarla en 3,75% a partir del 18 de julio del 2025. Pág. 13

**ARTÍCULO 7**

Se dieron por recibidos los documentos que no eran de carácter resolutivo. Pág. 28