

INFORME DE
**POLÍTICA
MONETARIA**

ENERO 2024





Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 9 de la sesión 6164 del 25 de enero del 2024.

Contenido

Abreviaturas	vii
El régimen de política monetaria del BCCR	2
Presentación	3
Resumen	5
Capítulo 1. Coyuntura económica	11
1.1 Economía internacional.....	11
1.2 Economía local: actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas.....	19
1.3 Condiciones monetarias	45
1.4 Inflación	48
Capítulo 2. Acciones de política del BCCR	58
2.1.Tasa de política monetaria.....	58
2.2 Gestión de la liquidez de la economía.....	59
2.3. Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario.....	60
Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política	67
3.1. Proyecciones para la economía internacional	68
3.2 Proyecciones para la economía nacional.....	72
3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico.....	83
3.4. Acciones futuras de política monetaria	84

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales	12
Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas.....	14
Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías	15
Gráfico 4. Indicadores de corto plazo	16
Gráfico 5. Índice mensual de riesgo geopolítico y precio del petróleo WTI	18
Gráfico 6. Deuda neta del Gobierno General en algunas economías del G7.....	19
Gráfico 7. PIB trimestral en volumen (tendencia ciclo).....	20
Gráfico 8. PIB en volumen por componentes del gasto	21
Gráfico 9. PIB en volumen por actividad económica (tendencia ciclo)	23
Gráfico 10. PIB trimestral en volumen por régimen de comercio	24
Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral	30
Gráfico 12. Tasa de ocupación para economías seleccionadas	31
Gráfico 13. Ingreso real en la ocupación principal según calificación, sexo y sector institucional	33
Gráfico 14. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios	39
Gráfico 15. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses	43
Gráfico 16. Gobierno Central: saldo de deuda total	44
Gráfico 17. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central	44
Gráfico 18. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)	46
Gráfico 19. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera	47
Gráfico 20. Indicadores de inflación	49
Gráfico 21. Precios de materias primas importadas	50
Gráfico 22. Precios del productor de la manufactura	51
Gráfico 23. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana) ¹ y mercado	52
Gráfico 24. Indicadores del MIL en colones	60
Gráfico 25. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex y participación del BCCR en el mercado cambiario.....	62
Gráfico 26. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2024-2025	69
Gráfico 27. FMI: proyecciones de inflación 2024-2025.....	70
Gráfico 28. Perspectivas de tasa de política monetaria en Estados Unidos	72

Gráfico 29. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica ...	76
Gráfico 30. Déficit de la cuenta corriente según componentes	78
Gráfico 31. Componentes seleccionados de la balanza de pagos	79
Gráfico 32. Proyecciones fiscales.....	80
Gráfico 33. Proyección de inflación.....	82

Índice de cuadros

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica	41
Cuadro 2. Organismos internacionales: proyecciones de crecimiento económico 2024-2025	70
Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2024-2025	71
Cuadro 4. PIB en volumen por componentes del gasto 2023-2024	74
Cuadro 5. PIB en volumen por actividad económica 2023-2024	76
Cuadro 6. Principales variables macroeconómicas	83

Índice de recuadros

Recuadro 1. Demografía empresarial y productividad en Costa Rica (2018-2022)..	25
Recuadro 2. Probabilidad de encontrar empleo en Costa Rica en el 2023: análisis con matrices de transición.....	35
Recuadro 3. Efectos del tipo de cambio nominal sobre la inflación entre el 2020 y el 2023.....	53
Recuadro 4. Una aproximación del TCRE para Costa Rica, enfoque BEER.....	63

ABREVIATURAS

<i>BCCR</i>	<i>Banco Central de Costa Rica</i>
<i>COVID-19</i>	<i>Enfermedad causada por el virus SARS-CoV-2</i>
<i>IPC</i>	<i>Índice de precios al consumidor</i>
<i>MIL</i>	<i>Mercado integrado de liquidez</i>
<i>Monex</i>	<i>Mercado de monedas extranjeras</i>
<i>PIB</i>	<i>Producto interno bruto</i>
<i>RIN</i>	<i>Reservas internacionales netas</i>
<i>SFN</i>	<i>Sistema financiero nacional</i>
<i>SPNB</i>	<i>Sector público no bancario</i>
<i>TPM</i>	<i>Tasa de política monetaria</i>
<i>USD</i>	<i>Dólares de los Estados Unidos de América</i>

EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCCR

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

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

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

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

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

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

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

PRESENTACIÓN

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a enero del 2024. Este documento hace explícita la visión del Banco Central de Costa Rica (BCCR) sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política aplicadas y la orientación de las que ejecutaría para cumplir con los objetivos establecidos en su Ley Orgánica.

Desde el último IPM, publicado en octubre del 2023, el panorama económico internacional se ha tornado más riesgoso debido, principalmente, a la intensificación de los conflictos geopolíticos.

En particular, los problemas recientes en el mar Rojo, asociados al conflicto entre Hamás e Israel, han generado un aumento en el precio mundial del transporte marítimo, que aviva los temores de que se produzcan dificultades en las cadenas de suministro similares a los que hubo durante la pandemia, e incentiven también un alza en el precio de las materias primas, especialmente en el petróleo, todo lo cual redundaría, en última instancia, en mayores presiones sobre la inflación mundial.

Sin embargo, estos riesgos inflacionarios no se han materializado y la economía global continúa con un crecimiento moderado y una tendencia a la baja en la inflación, aunque la convergencia al objetivo de los bancos centrales ha sido más lenta de lo inicialmente previsto. De particular importancia para Costa Rica ha sido la caída en los precios internacionales del petróleo, a pesar de las circunstancias mencionadas, toda vez que ello ha significado una ganancia por los términos internacionales de intercambio.

En este contexto de más incertidumbre, pero también con aspectos favorables, la economía costarricense ha mostrado resultados macroeconómicos que, en términos generales, se consideran positivos.

Conforme a lo previsto en el Informe de Política Monetaria de octubre del 2023, en el cuarto trimestre de ese año la actividad económica moderó su ritmo de crecimiento en comparación con el previo, pero se mantuvo robusto y, al término del año, el producto interno bruto (PIB) en volumen registró una variación de 5,1%, superior a la del 2022 (4,6%).

La importancia de este resultado es evidente cuando se compara con otros países, en especial con nuestros principales socios comerciales, que crecieron en promedio 2,5% en el 2023, lo cual significa que el crecimiento de la economía costarricense duplicó al de este conjunto de países. Más aún, el aumento de la actividad económica del país superó al de la economía global (estimado en 3,1% por el Fondo Monetario Internacional).

Este crecimiento del PIB se dio en un contexto de descenso de la inflación, e incluso de deflación a partir de junio del 2023, lo que constituye también una diferencia con lo observado en otras naciones, donde la inflación ha sido más persistente.

Este hecho posibilitó que el BCCR iniciara el 15 de marzo del 2023 un proceso gradual de reducción de su tasa de interés de referencia. Así, entre esa fecha y el 19 de enero del

2024, disminuyó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en siete ocasiones, por un acumulado de 325 puntos base (p.b.).

Coherente con la evolución de la producción, los indicadores del mercado laboral mostraron una tendencia a la mejora, aunque el BCCR reconoce que los indicadores laborales también responden a factores socioeconómicos y demográficos que inciden en que, juntamente con la caída en las tasas de desempleo, subempleo e informalidad se presenten disminuciones en las tasas de participación y ocupación.

También es destacable la mejora en las operaciones con el sector externo, evidenciada en la reducción de 2,3 puntos porcentuales (p.p.) durante el 2023 en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto al año previo, en lo cual influyó el aumento antes mencionado en los términos internacionales de intercambio, así como el buen desempeño del turismo receptivo y de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca.

Precisamente, el dinamismo de las exportaciones, junto con otros factores como la atracción de inversión directa, influyeron en la disponibilidad de divisas que caracterizó al mercado cambiario costarricense en el 2023 y continúa en el presente año.

Para el bienio 2024-2025, el BCCR proyecta en este informe un crecimiento promedio de la actividad económica de 4%, que sería impulsado, principalmente, por la demanda interna.

Asimismo, prevé que la inflación general y la subyacente, ambos medidos en términos interanuales, retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta en el cuarto trimestre del 2024 y que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos aumentaría en el bienio con respecto al 2023, pero se mantendría por debajo del promedio de la década previa a la pandemia. Ello significa que se mantendría la tendencia secular de reducción del desequilibrio en las transacciones con el resto del mundo que por décadas ha mostrado la economía costarricense.

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

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

Asimismo, participará en el mercado de divisas para atender sus requerimientos y los del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, y mantendrá sus esfuerzos por mejorar la comunicación con el público en general y los mercados en particular, por medio, entre otros, de documentos como el que se presenta en esta ocasión.

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica

El entorno internacional continúa con importantes desafíos para el desempeño de la economía mundial y, por ende, para nuestro país. Los conflictos bélicos parecieran estar lejos de llegar a una solución y más bien en algunos, como el enfrentamiento armado entre Israel y el grupo Hamás, los riesgos de que se expanda y se transforme en un conflicto regional han ido en aumento. A ello se suman hechos que generan incertidumbre, como el elevado endeudamiento en muchos países y los resultados de los procesos electorales que se realizarán este año en gran cantidad de naciones.

Una de las preocupaciones alrededor de estos eventos, en especial de los bélicos, es que puedan provocar un incremento significativo en el precio de las materias primas, en especial el petróleo, que frene o incluso revierta los avances logrados por los bancos centrales en el control de la inflación.

No obstante, aunque el precio de esa materia prima aumentó al inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania, posteriormente empezó a disminuir y el impacto del ataque en Israel hasta el momento ha sido más limitado. Ello permitió que la inflación continuara el proceso de desaceleración iniciado desde mediados del 2022, aunque el ajuste ha sido más lento de lo previsto inicialmente.

Por otra parte, a pesar de difícil entorno, la economía mundial ha mostrado fortaleza pues, si bien su crecimiento se ha desacelerado, no entró en recesión, como se esperaba meses atrás. Sin embargo, existen diferencias importantes entre los distintos países; por ejemplo, en el cuarto trimestre del 2023 Estados Unidos creció a una tasa anualizada de 3,3% (primera estimación), mientras que en ese mismo periodo la variación interanual del PIB en la zona del euro fue de 0,1%.

El ajuste más lento de lo esperado en la inflación mundial y la relativa fortaleza de la economía mundial ha llevado a que los bancos centrales mantengan el tono restrictivo de la política monetaria, aunque se prevé que las economías avanzadas iniciarán en el 2024 los ajustes a la baja en sus tasas de interés de referencia, proceso que las economías emergentes iniciaron desde el año pasado.

En Costa Rica, durante el cuarto trimestre del 2023, al igual que en el previo, la inflación general interanual fue negativa (deflación), aunque en tres de los últimos cuatro meses de ese año la variación mensual fue positiva. Por otra parte, la inflación subyacente interanual se mantuvo en valores positivos, aunque relativamente bajos (inferiores al 1%). Ambos indicadores se ubicaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.). Particularmente, en diciembre la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de -1,8% y la del promedio de los indicadores de inflación subyacente de 0,2%.

La reducción de la inflación, con valores negativos desde junio del 2023, ha estado determinada, en mayor medida, por la reversión de los choques de oferta externos y la política monetaria restrictiva.

Por otra parte, en el cuarto trimestre del 2023 la actividad económica moderó su ritmo de crecimiento en comparación con el previo, aunque se mantuvo robusto. En este lapso, el PIB en volumen creció a una tasa interanual de 5,3% (0,1 p.p. menos que en el tercer trimestre), con lo cual al término del año registró una variación de 5,1%, superior a la del 2022 (4,6%).

Particularmente, en el resultado del cuarto trimestre, destacan, por componentes del gasto, la aceleración del consumo privado, el incremento en la inversión y la moderación en el crecimiento de las exportaciones, mientras que, por actividad económica, sobresalen la recuperación en la agricultura y la construcción, así como la aceleración en la manufactura.

Por tipo de régimen de comercio, el mayor aporte a la aceleración de la actividad económica en el 2023 provino del régimen definitivo, lo cual es reflejo de la recuperación de las actividades antes mencionadas, además del comercio.

En línea con la evolución de la producción, los indicadores del mercado laboral continuaron mejorando, lo cual se evidenció en menores tasas de desempleo y subempleo, el incremento en la ocupación de algunos grupos de trabajadores y la recuperación de los ingresos reales. Sin embargo, existen retos a mediano plazo asociados con los factores estructurales que restringen la participación laboral, dado que condicionan la capacidad de producción y de crecimiento de la economía.

A noviembre, las finanzas públicas continuaron con un buen desempeño, que apoya el objetivo de procurar su sostenibilidad a mediano plazo. Si bien a ese mes tanto el resultado financiero como el primario mostraron un deterioro en relación con un año atrás, este responde, principalmente, al registro de ingresos extraordinarios en el 2022 por la aplicación de la Ley 9524 y, en menor medida, al efecto neto negativo de la apreciación de la moneda nacional y el crecimiento del gasto por intereses.

Los buenos resultados fiscales se manifiestan en varios aspectos, entre ellos la disminución de la razón deuda a PIB (1,5 p.p. con respecto a diciembre del año pasado) y la mayor confianza de los ahorrantes sobre la capacidad del Gobierno para atender sus obligaciones, que ha permitido una reducción en el costo marginal de la deuda y una menor prima por riesgo país.

Las operaciones con el sector externo también mejoraron en el 2023. En ese año, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 1,4% del PIB (2,3 p.p. menos que el año previo). Lo anterior como consecuencia del aumento en los términos internacionales de intercambio, principalmente por la baja en los precios externos de las materias primas, así como el buen desempeño del turismo receptivo y de las exportaciones de las empresas adscritas al régimen de zona franca. En este lapso, Costa Rica mantuvo el acceso al ahorro externo en niveles suficientes para financiar la brecha en la cuenta corriente y fortalecer el acervo de activos de reserva.

Por último, el crédito al sector privado creció 6,7% en el 2023, con un mayor impulso de las operaciones en moneda extranjera. Asimismo, el BCCR estima que el comportamiento de los agregados monetarios en el cuarto trimestre del 2023 no generará mayor inflación en el presente año ni en el próximo y, a pesar de que el premio en colones se mantiene en torno a cero, no hay evidencia de dolarización del ahorro financiero.

II. Acciones de política del BCCR

En el 2023 la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM en seis ocasiones, por un acumulado de 300 p.b.². Estas reducciones se sustentaron en un análisis del comportamiento de la inflación, de la evolución prevista para esta variable y sus determinantes, así como la valoración de los riesgos existentes, con base en lo cual la Junta consideró que existía espacio para propiciar una postura monetaria menos restrictiva.

Cabe señalar que en setiembre del año pasado el proceso de reducción de la TPM se pausó con el objetivo de dar el espacio requerido para que las reducciones aplicadas previamente se transmitieran al resto de tasas de interés del sistema financiero. Sin embargo, en las reuniones de política monetaria de octubre y diciembre de ese año, así como en la de enero del actual año, se retomaron los ajustes graduales a la baja en dicho indicador.

La Junta ha manifestado reiteradamente que los cambios en la TPM han de ser graduales y prudentes, para reaccionar en forma oportuna y en la dirección que corresponda, si las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos así lo requieren. Además, ha externado su voluntad de continuar la senda hacia la neutralidad de la política monetaria en el mediano plazo, siempre y cuando las circunstancias lo permitan.

Las acciones de política monetaria consideran también las condiciones de liquidez de corto plazo. Tanto en el 2023 como en lo transcurrido del actual año, el sistema financiero nacional mostró una condición holgada de liquidez que ha ido en aumento, en buena medida debido a la expansión monetaria por la compra de dólares por parte del BCCR.

Esta compra se dio en un marco de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, determinada en buena medida por operaciones del sector real. Dicho resultado es congruente con la evolución de la actividad económica, el notable desempeño de las exportaciones de bienes del régimen de zonas francas, de algunas actividades agrícolas (que se registran como parte del régimen definitivo) y el repunte en el turismo receptivo, que también es parte de dicho régimen.

La alta disponibilidad de divisas ha permitido al Banco Central participar en el mercado cambiario como demandante neto y, con ello, atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB) y fortalecer su posición de reservas. Dado lo anterior, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) se ubicó al 29 de enero del año en curso en el equivalente a 140% del valor adecuado según la metodología ARA³ del FMI.

También esa alta disponibilidad de divisas se ha manifestado en una caída del tipo de cambio nominal, pese a la activa participación del BCCR como demandante neto. Al 30 de enero del 2024, el tipo de cambio promedio ponderado en Monex se ubicó en ¢ 517,06, lo que significa una variación interanual de -6,8% y acumulada de -1,0% con respecto al término del 2023.

² La reducción acumulada desde el 16 de marzo del 2023 al 19 de enero del 2024 es de 325 p.b.

³ ARA: Assessing Reserve Adequacy.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Los organismos financieros internacionales estiman que en el 2024 y el 2025 la actividad económica mundial tendría un crecimiento moderado (en torno a 2,8% en promedio), inferior al nivel medio previo a la pandemia (3,8% en el 2000-2019). Asimismo, esperan que la inflación se ubique en torno al objetivo de los bancos centrales hasta en el 2025, particularmente en el caso de las economías avanzadas. Por tal razón, consideran que la política monetaria restrictiva deberá mantenerse en esos países hasta que haya evidencia contundente de que la inflación está controlada.

El comportamiento de la actividad económica global estaría influido por la desaceleración en las principales economías, el lento crecimiento del comercio internacional, los conflictos geopolíticos y las condiciones financieras restrictivas, que mantienen costos elevados de la deuda principalmente en las economías en vías de desarrollo.

El precio del petróleo, variable de importancia crítica para Costa Rica por su condición de importador, seguiría una tendencia a la baja en el bienio, asociada al debilitamiento de su demanda global y el aumento en la producción de crudo. Este hecho, unido a la evolución prevista en el precio de las exportaciones de nuestro país, darían lugar a una ganancia en los términos de intercambio en ambos años.

Para la economía nacional, luego de crecer 5,1% en el 2023, el BCCR estima un crecimiento promedio de 4% en el 2024-2025, que sería impulsado, principalmente, por la demanda interna, en particular por la inversión y del consumo de hogares y de Gobierno. El ritmo de crecimiento de la demanda externa se moderaría con respecto al 2023, debido a la desaceleración prevista en la actividad económica de nuestros principales socios comerciales.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría, en promedio, en 1,8% durante el bienio, lo que significa un aumento de 0,4 puntos porcentuales (p.p.) con respecto al 2023. Ello debido, principalmente, al incremento esperado en el déficit de bienes y del ingreso primario. En ambos años el déficit sería más que financiado con flujos externos de mediano y largo plazo, que permitirían mantener el saldo de los activos de reserva dentro del rango que se considera adecuado según la metodología del FMI antes indicada.

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían en correspondencia con el crecimiento real de la actividad económica, la meta de inflación y el mayor grado de profundización financiera que ha experimentado el país. En particular, el aumento del crédito sería impulsado, mayormente, por colocaciones en moneda nacional, toda vez que se supone que se contiene el proceso de dolarización relativa del crédito observado en el año 2023.

Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, las finanzas públicas continuarían en la senda hacia la sostenibilidad, con resultados primarios positivos de 1,9% y 2,3% del PIB y déficits financieros de 3,1% y 2,4% del PIB en el 2024 y 2025, respectivamente. De cumplirse estas proyecciones, la deuda del Gobierno Central con respecto al PIB disminuiría, en comparación con el 2023, tanto en el 2024 como en el 2025, lo cual ubicaría dicha relación en este último año por debajo de 60%.

Se estima que la inflación general y la subyacente retornarán al rango de tolerancia alrededor de la meta en el cuarto trimestre del 2024. La primera permanecería en valores negativos interanuales durante el primer trimestre del año en curso, aunque con valores cada vez menos negativos.

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas presentada en este informe incorpora la mejor información disponible al momento, pero está sujeta a riesgos que, de materializarse, podrían desviar la inflación hacia arriba (riesgos al alza) o hacia abajo (riesgos a la baja) con respecto al valor central estimado en este informe.

De los riesgos al alza, destacan la intensificación de los conflictos geopolíticos, en particular, en el Oriente Medio, la fragmentación del comercio mundial y los efectos del cambio climático. Por su parte, de los riesgos a la baja sobresalen un eventual crecimiento de la economía mundial inferior a lo previsto y una deflación interna más extendida de lo pronosticado en este ejercicio.

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

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes, así como los riesgos cuya materialización podrían desviar a la inflación de su trayectoria central. Con base en este análisis realizará los ajustes necesarios en la tasa de interés de referencia, en procura de que la inflación se ubique en valores cercanos a la meta en el horizonte de su programación macroeconómica. También con este propósito, procurará reducir los excesos monetarios, con el fin de evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias, para lo cual gestionará activamente la liquidez en el mercado de dinero.

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

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

CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA

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

En el entorno externo, la inflación global mantiene el comportamiento a la baja iniciado a mediados del 2022, aunque el ajuste ha tomado más tiempo del inicialmente previsto. Asimismo, la producción mundial crece a un ritmo modesto y desacelerado, pero se ha mantenido más fuerte de lo que se esperaba meses atrás, cuando se preveía que entrara en recesión.

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas mantienen el tono restrictivo de su política monetaria, en tanto que muchas economías emergentes, particularmente latinoamericanas, han reducido sus tasas de interés de referencia. Se prevé que las economías avanzadas también reduzcan a lo largo de 2024 esa referencia, pero condicionado a evidencia clara de la consolidación del control inflacionario.

En el ámbito local, la actividad económica mantuvo un ritmo relativamente alto de crecimiento en el cuarto trimestre del 2023, aunque más moderado que en el trimestre previo, y la tasa de desempleo siguió a la baja, en un contexto de menor participación laboral. Además, en términos interanuales continuó la reducción del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos y las finanzas públicas presentaron resultados primarios positivos, lo que apoya la gradual reducción de la relación de deuda pública PIB en el mediano plazo.

Por su parte, el crédito al sector privado muestra un crecimiento acorde con el dinamismo de la actividad real y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en el presente año, ni en el próximo.

Por último, durante el cuarto trimestre del 2023, la inflación general interanual fue negativa (deflación), aunque en tres de los últimos cuatro meses del año la variación mensual fue positiva. Por su parte, la inflación subyacente interanual continuó en valores positivos, aunque inferiores al 1,0%.

1.1 Economía internacional

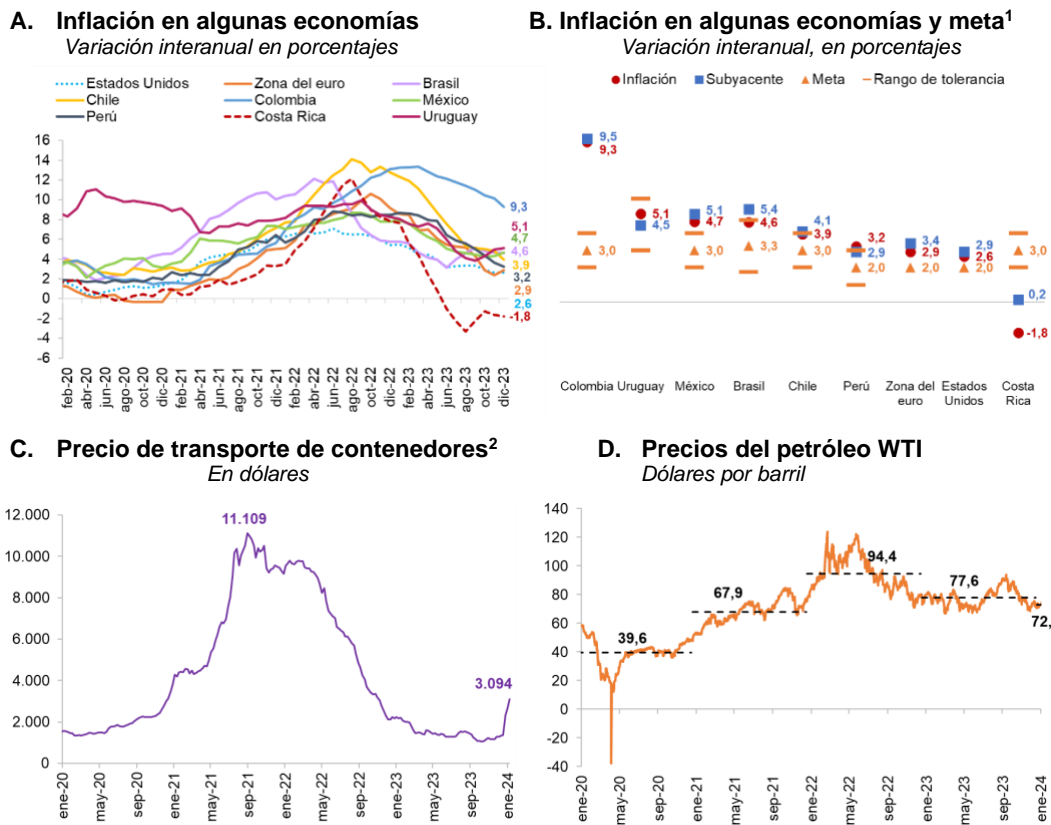
La inflación mundial continuó desacelerándose y, en algunos casos, ya se aproxima al objetivo de los bancos centrales, aunque el ajuste ha sido más lento de lo previsto.

La inflación mundial mantuvo en el último trimestre del 2023 la senda descendente iniciada desde mediados del año previo (Gráficos 1.A y 1.B), debido a la moderación en los precios de la energía y alimentos, la normalización de las cadenas globales de suministro y la reducción de las presiones inflacionistas en los demás bienes y servicios.

Así, en Estados Unidos, la inflación general y subyacente, medida por el Índice de precios del gasto del consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) fue en diciembre de 2,6% y 2,9%, respectivamente (2,6% y 3,2% en noviembre)⁴. La inflación general en la zona del euro fue de 2,9% en diciembre, mientras que su componente subyacente alcanzó un 3,4% (2,4% y 3,6% en el mes previo).

En América Latina, en una muestra de nueve países, la inflación general de diciembre se ubicó entre 2,9% y 5,1%, con excepción de Colombia y Costa Rica. Del grupo aquí ilustrado, solo en Brasil, Chile y Uruguay el indicador se ubicó dentro del intervalo de tolerancia para la meta de inflación⁵.

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales



¹Inflación de diciembre del 2023. Estados Unidos y la zona del euro no tienen un rango de tolerancia para la meta de inflación. Uruguay no tiene un valor específico como objetivo de inflación.

²Precios diarios de envío de un contenedor de 40 pies en 12 rutas comerciales globales <https://fbx.freightos.com/>
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 23 de enero de 2024.

⁴ El Sistema de la Reserva Federal utiliza como referencia el PCE desde el 2000 (ver [aquí](#) las razones de dicha escogencia) para establecer la meta de inflación, aunque también le da seguimiento a la inflación general, medida con el Índice de precios al consumidor. La inflación general se ubicó en 3,4% en diciembre (3,1% en noviembre).

⁵ El rango en Brasil es de 3,25%±1,5 p.p.; en Chile, 3%±1,0 p.p. y en Uruguay el rango de tolerancia para la inflación está entre 3% y 6%, y no tiene una meta puntual.

Los efectos del cambio climático en el funcionamiento del canal de Panamá, junto con las crecientes tensiones políticas en Oriente Medio, introducen costos en las cadenas de suministro, debido a que algunas compañías navieras han optado por rutas comerciales alternas, lo cual ha aumentado el precio mundial del transporte marítimo de contenedores. Así, este precio pasó de USD 1.365 el 31 de diciembre del 2023 a USD 3.094 el 23 de enero del presente año, lo que representa un incremento de 127% (Gráfico 1.C)⁶. De prolongarse esta situación, se generarían nuevas presiones inflacionarias.

No obstante, todavía no se han evidenciado esas presiones. Por ejemplo, el precio del barril del petróleo ha tendido a la baja desde octubre del año pasado, luego de una breve reacción alcista ante el conflicto entre Hamás e Israel, que exacerbó las tensiones políticas en el Oriente Medio.

La cotización promedio del barril de petróleo WTI al 23 de enero del actual año fue de USD 72,8, lo que significó un aumento de 0,8% y una disminución de 15,2% con respecto a la cotización promedio de diciembre (USD 72,3) y de octubre (USD 85,8) del 2023, respectivamente (Gráfico 1.D).

Este comportamiento estuvo influido por el menor temor de problemas de abastecimiento de crudo ante el conflicto en Oriente Medio, el debilitamiento de la demanda global, en especial la proveniente del China, expectativas de una política monetaria restrictiva por más tiempo (principalmente en las economías avanzadas) y los recortes en los precios por parte de Arabia Saudita.

El ajuste más lento de lo esperado en la inflación mundial y la relativa fortaleza de la economía mundial ha llevado a que los bancos centrales mantengan su postura restrictiva de política monetaria.

El tono restrictivo de la política monetaria se mantiene a nivel global, aunque se prevé que las economías avanzadas iniciarán en el 2024 los ajustes a la baja en sus tasas de interés de referencia (Gráfico 2.A).

En particular, el Comité Federal de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión del 12 y 13 de diciembre, dejó sin cambios el rango de la tasa de interés de referencia en 5,25% y 5,50%, pero señaló la posibilidad de realizar un giro en su postura en el 2024. Similarmente, el 14 de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra mantuvieron su tasa de interés de referencia en 4,50% y 5,25%, respectivamente. Sin embargo, ambos bancos indicaron que la política monetaria restrictiva continuará durante más tiempo y no habrá cambio hasta tener mayor certeza (datos) de una disminución sostenida de la inflación⁷.

⁶ Como referencia se utiliza el Índice Global de Fletes en Contenedores (FBX, por sus siglas en inglés), que pondera las doce principales rutas marítimas de contenedores y cuyas tarifas varían según el recorrido. Por ejemplo, la tarifa más alta hasta el momento corresponde a la ruta China/Este de Asia al Mediterráneo (USD 6.772). Sin embargo, ese precio está lejos a los máximos observados para el indicador global durante el periodo pandémico (USD 11.109 en setiembre del 2021).

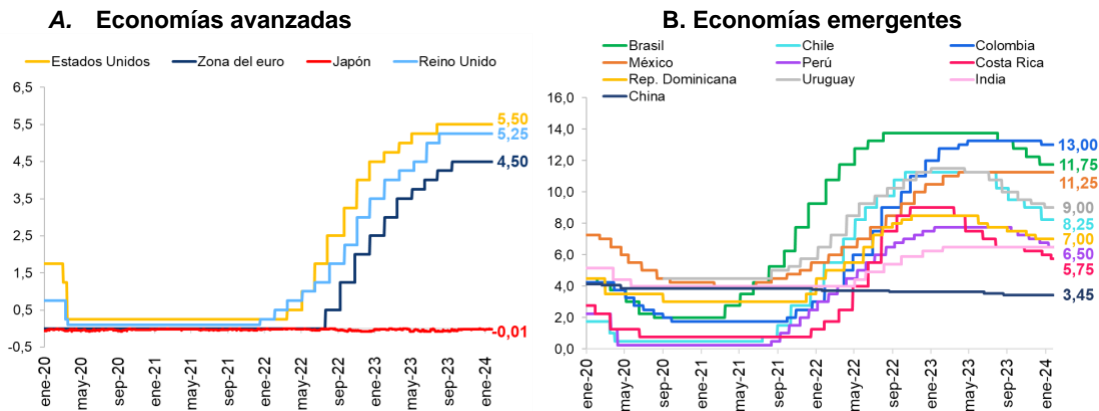
⁷ “¿Se acabó el gran susto de la inflación? Las razones de un optimismo moderado”. Banco Mundial. Diciembre 2023.

En la reunión del 25 de enero recién pasado, el BCE decidió mantener sin cambio (4,5%) la tasa de interés de referencia por tercera vez consecutiva. Además, indicó que las tasas de interés están en niveles que, si se mantienen por más tiempo, contribuirán a alcanzar el objetivo de inflación⁸ del 2%.

Las economías emergentes, particularmente latinoamericanas, empezaron ese proceso de reducción gradual de la tasa de interés en el 2023, comportamiento que algunas continuaron en enero del presente año. Por ejemplo, en su última decisión de política monetaria aplicaron reducciones Chile (75 p.b.), Brasil (50 p.b.) y Uruguay (25 p.b.) el pasado mes de diciembre, y Perú y Costa Rica en enero del 2024 la redujeron 25 p.b.⁹ (Gráfico 2.B).

En China, la segunda economía del mundo, la tasa de interés de referencia utilizada es la tasa preferencial de préstamos a un año, la cual se ubicó el 30 de enero del presente año en 3,45%, mientras que, en India, economía de importancia sistémica, la TPM se mantiene en 6,5% desde febrero del 2023 (Gráfico 2.B).

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 24 de enero del 2024.

La desaceleración de la actividad económica continuó en el tercer trimestre del 2023, aunque con algunas excepciones.

Pese a esa desaceleración, el crecimiento económico es mayor con respecto a lo previsto meses atrás, cuando se estimaba que la actividad económica global entraría en recesión, debido al tono restrictivo de la política monetaria de la mayoría de los bancos centrales. Sin embargo, esto no se materializó y varias economías lograron acelerar su

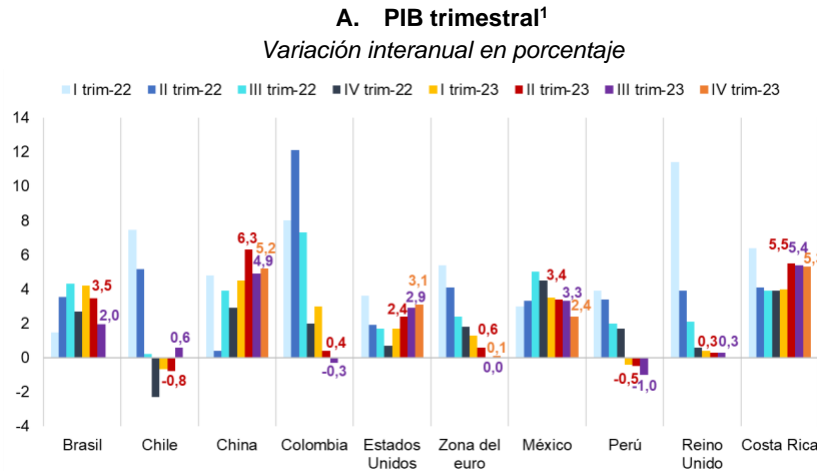
⁸ [Decisiones de política monetaria](#), 25 de enero de 2024, Banco Central Europeo.

⁹ Costa Rica inició la reducción el 16 de marzo del 2023, con un acumulado de 325 p.b. al 19 de enero del 2024; Brasil el 2 de agosto del 2023 (-200 p.b.); Chile el 28 de julio del 2023 (-300 p.b.); Colombia el 19 de diciembre del 2023 (25 p.b.); Perú el 14 de setiembre (125 p.b.) y Uruguay el 19 de abril del 2023 (250 p.b.). De la muestra de países latinoamericanos utilizada, México es el único que ha mantenido su tasa de referencia.

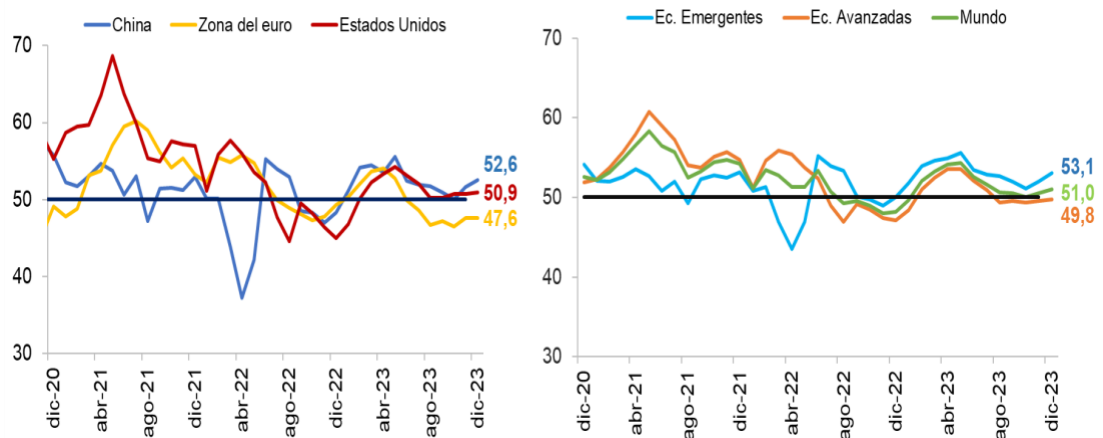
crecimiento¹⁰. Por ejemplo, Estados Unidos registró en el tercer trimestre del 2023 una tasa de crecimiento anualizada de 4,9% (tercera estimación), considerablemente superior al 2,1% (tercera estimación) del segundo¹¹. Ello en respuesta a la fortaleza del consumo privado y al desempeño del mercado laboral, que mantiene bajas tasas de desempleo.

En la zona del euro la variación interanual del PIB en el tercer trimestre fue de cero¹², mientras que, en general, las economías latinoamericanas y China mostraron una desaceleración económica (Gráfico 3.A).

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías



B. Índices de gerentes de compra



¹Para Costa Rica se utiliza la T(1,4) de la tendencia ciclo. Para algunas economías la información está al cuarto trimestre del 2023.

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

¹⁰ “Evolución económica, financiera y monetaria”, Boletín Económico del BCE, 8/2023.

¹¹ En Estados Unidos, la tasa anualizada de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del 2023 fue de 3,3% (primera estimación). En el gráfico 3.A, para fines comparativos, los datos se incluyen en términos interanuales. Conforme a ello, dicha variación en el cuarto trimestre del 2023 fue de 3,1%.

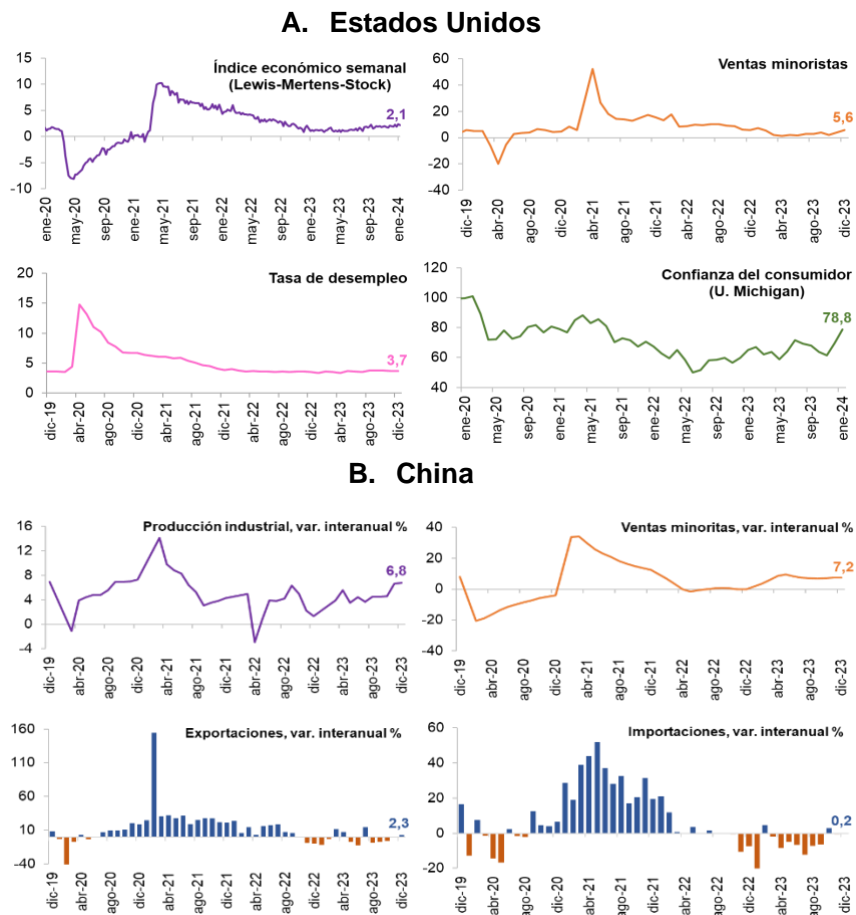
¹² En el cuarto trimestre del 2023, la variación interanual del PIB fue de 0,1% (dato preliminar).

Los indicadores de crecimiento económico de corto plazo dan señales mixtas. A modo de referencia, el Índice de gerentes de compra¹³ mantuvo, para el mundo en forma agregada, valores por arriba de 50 en diciembre (Gráfico 3.B), pero no así para el subgrupo de economías avanzadas y, en particular, en la zona del euro, que se ubicó en terreno de contracción por séptimo mes consecutivo.

En Estados Unidos y China, otros indicadores también muestran estabilidad y fortaleza. Para el primer caso, el desempleo en diciembre fue de 3,7% (igual que el mes previo) y la confianza de los consumidores, medida por la Universidad de Michigan, pasó de 69,7 puntos en diciembre a 78,8 puntos en enero del presente año (Gráfico 4.A). En China, la producción industrial creció 6,8% en diciembre (6,6% en noviembre), mientras que, para igual período, las cifras de comercio exterior muestran una mejora en relación con el valor negativo de dos dígitos en meses anteriores (Gráfico 4.B).

Gráfico 4. Indicadores de corto plazo

Variación interanual



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

¹³ Si el índice está por encima de 50 indica una expansión y por debajo de 50, contracción. El indicador global, para economías avanzadas y emergentes pasó de 50,5, 49,6 y 52,0 en noviembre a 51,0, 49,8 y 53,1, en ese orden.

Desde el IPM de octubre 2023, la incertidumbre sobre la evolución de la economía global es alta.

La evolución de la economía global y nacional se encuentra actualmente en un entorno de alta incertidumbre debido a la intensificación de las tensiones geopolíticas, los problemas en las cadenas globales de suministro (mar Rojo, canal de Panamá), los efectos del cambio climático, la mayor fragmentación económica, la elevada deuda en muchas economías y las elecciones en el 2024 en varios países, entre ellos Estados Unidos, Rusia e India.

Algunos de estos riesgos continúan desde el IPM de octubre pasado, como los conflictos bélicos, los problemas en las cadenas de suministro y la incertidumbre que generan los procesos electorales en varios países que tendrán lugar en el 2024. En esta sección se presentan algunos indicadores de estos riesgos¹⁴.

Los riesgos de mayor relevancia para los mercados y la economía mundial son los relacionados con la geopolítica, sobre todo por las dos principales guerras en curso: una en Europa (Ucrania-Rusia) desde el 24 de febrero del 2022 y otra en Oriente Medio (desde el 7 de octubre del 2023), a las que se unen las tensiones en África Occidental, en particular, en la región del Sahel¹⁵, y las vigentes entre China y Taiwán.

Como se mencionó en el recuadro 3 del IPM de julio del 2022, para evaluar el impacto de este tipo de sucesos sobre la macroeconomía es útil contar con un indicador que permita medir este tipo de riesgo en el tiempo. Uno de los indicadores más utilizado en la literatura económica es el Índice de riesgo geopolítico (GPR, por sus siglas en inglés) desarrollado por Caldara e Iacoviello (2022), cuya medición se basa en un algoritmo que calcula la proporción de artículos publicados en periódicos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá que mencionan factores geopolíticos adversos.

El GPR global aumentó en torno al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (en febrero y marzo del 2022), pero luego disminuyó, aunque sin alcanzar los niveles previos a dicho conflicto (Gráfico 5.A). Más recientemente este índice volvió a aumentar por el ataque de Hamás y se ha mantenido en niveles superiores a 150.

Una de las mayores preocupaciones es que una eventual intensificación de los eventos geopolíticos aumente el precio del petróleo. Específicamente, en el caso de los conflictos bélicos entre Ucrania y Rusia, y en el Oriente Medio, se aprecia un mayor impacto en el primero de estos eventos que en el segundo (Gráfico 5.B)¹⁶. Ello puede estar relacionado con las siguientes consideraciones:

- a) Rusia es una potencia en la producción de petróleo (11% de la producción mundial), a diferencia de Israel.

¹⁴ Algunos de estos indicadores de riesgo se mencionan en el discurso “[Monetary Policy in Times of Conflicts](#)” de François Villeroy de Galhau, gobernador del Banco de Francia.

¹⁵ Esta región ha sido afectada por una crisis de golpes de Estado que inició en el 2020.

¹⁶ Sin embargo, si se consideran varios eventos, la relación entre el indicador antes mencionado y los precios del petróleo no es clara, tal como concluyó un estudio reciente del BCE. Ver: Recuadro 2 “[Geopolitical risk and oil prices](#)”, Boletín Económico del Banco Central Europeo, 8/2023.

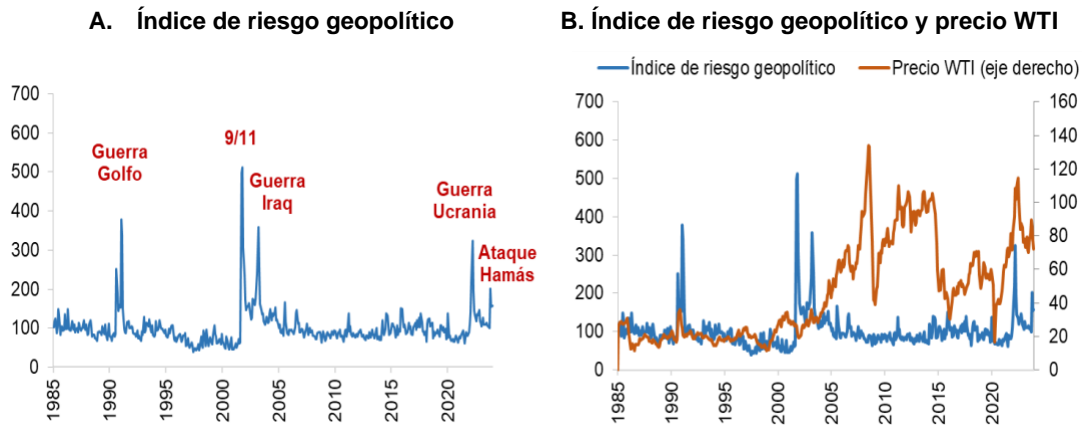
b) Los países de la zona del euro y Estados Unidos impusieron muchas sanciones a Rusia, lo cual no ha sucedido con Israel.

c) En el caso del conflicto en Israel, los países que sí son potencias petroleras, como Irán, no han participado directamente, lo cual ha evitado que haya repercusiones en el precio del petróleo.

d) En el conflicto Rusia-Ucrania ha influido también el recorte de la producción de la OPEP+.

Gráfico 5. Índice mensual de riesgo geopolítico y precio del petróleo WTI

Índice 1985:2019=100 y USD por barril



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Caldara e Iacoviello (2022) disponible a diciembre del 2023 y Bloomberg.

Otro riesgo es el incremento en el costo del transporte marítimo, que surge de las tensiones en el mar Rojo y los problemas de sequía que afectan el tránsito por el Canal de Panamá, lo que a su vez genera presiones inflacionarias, tal como se comentó en la sección de inflación de la coyuntura internacional.

Adicionalmente, la elevada deuda en muchos países es motivo de valoración permanente de los mercados, sobre todo en un contexto de altas tasas de interés, que se prevé se mantengan en ese estado por más tiempo. En particular, la proporción de deuda pública con respecto al PIB de los países que conforman el G7, se encuentra en niveles históricamente altos (Gráfico 6).

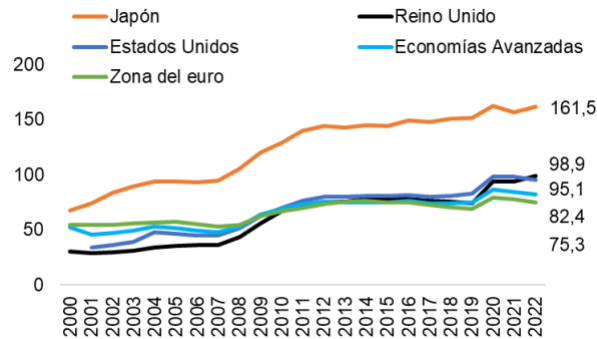
Como se mencionó en el IPM de octubre del 2023, en el caso específico de Estados Unidos, el problema radica, en parte, en el costo de su deuda y las recurrentes crisis en los procesos políticos para aprobar nuevos límites de dicho endeudamiento¹⁷.

¹⁷ Además, algunos países han reducido su tenencia de deuda estadounidense, entre ellos China y Japón.

A lo anterior se le agregaría la elevada incertidumbre en torno los resultados de algunos procesos electorales que tienen el potencial de modificar algunas tensiones políticas con sus consecuentes efectos económicos¹⁸.

Gráfico 6. Deuda neta del Gobierno General en algunas economías del G7

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del WEO del FMI de octubre del 2023.

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

En el cuarto trimestre del 2023 el ritmo de crecimiento de la actividad económica se moderó ligeramente respecto al trimestre previo, aunque fue superior al de un año atrás.

El PIB en volumen mostró una variación interanual de 5,3% en el cuarto trimestre del 2023, superior en 1,4 p.p. al valor registrado en igual periodo un año atrás, aunque inferior en 0,1 p.p. a la variación del trimestre previo. A pesar de esta leve moderación, el crecimiento económico ha sido relativamente alto (Gráfico 7).

De igual forma, el consumo privado se mantuvo al alza, resultado de la mejora en el ingreso disponible y la confianza de los consumidores. Además, la inversión aumentó, principalmente en la construcción.

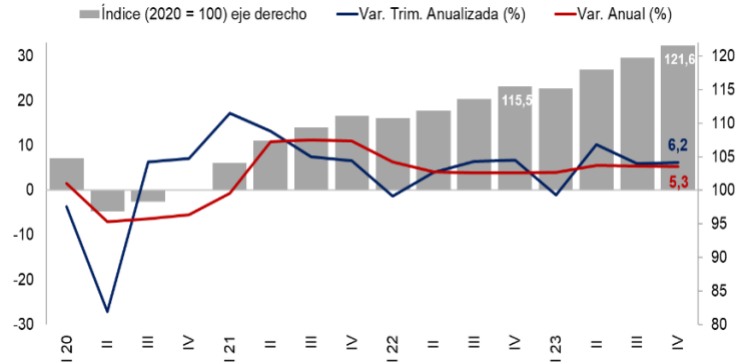
Asimismo, las exportaciones continuaron con un buen ritmo de crecimiento, impulsadas por las ventas de bienes manufacturados y servicios empresariales de los regímenes especiales. Por su parte, las importaciones aumentaron debido al incremento del turismo emisor, así como a las mayores compras de bienes de consumo y de capital, principalmente por parte del régimen definitivo.

Desde una perspectiva más amplia, la recuperación del parque empresarial, todavía en proceso, así como el aumento de la productividad que inició años antes de la pandemia,

¹⁸ Como antecedente, en las elecciones presidenciales de Estados Unidos del 2016, la incertidumbre sobre el posible resultado generó una reducción en el precio de los bonos soberanos de ese país y un aumento en el precio de algunas materias primas.

también han contribuido al crecimiento observado en los últimos años en la actividad económica (Recuadro 1).

Gráfico 7. PIB trimestral en volumen (tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como resultado del dinamismo de la actividad económica a lo largo del 2023, al término del año el PIB registró una variación de 5,1%, superior a la del 2022.

El mayor crecimiento de los socios comerciales del país con respecto a lo previsto inicialmente, tal como se comentó antes, implicó un mayor dinamismo de la demanda de origen externo, proceso que fue reforzado por la llegada de nuevas empresas al país para la producción tanto de bienes manufacturados como de servicios, derivada del proceso de relocalización geográfica.

De igual modo, la demanda interna también mostró una mejora, impulsada por la recuperación del ingreso disponible, lo cual incidió positivamente en el consumo de los hogares. Asimismo, se registró un aumento en la inversión, principalmente de obras privadas. Todo esto, en un contexto de mejora en las finanzas públicas y de reducción del riesgo país, que favorece las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos.

Por componentes del gasto (Gráfico 8), destaca la aceleración del consumo privado y el incremento en la inversión y la moderación en el crecimiento de las exportaciones.

El gasto de consumo final de los hogares¹⁹ aumentó como resultado de la mejora en el ingreso disponible real, la cual a su vez se explica por: a) el incremento en los términos internacionales de intercambio, b) la desaceleración de la inflación, c) la apreciación del

¹⁹Por tipo de bien y servicio, destaca el mayor aporte al crecimiento del consumo de servicios de comida, bebidas, alquiler de vivienda y servicios de salud, que se sumó al consumo de vehículos.

colón, d) la recuperación de los salarios principalmente en el sector privado y d) la aceleración del crédito²⁰, principalmente en moneda extranjera.

El desempeño de la formación bruta de capital estuvo determinado, principalmente, por la recuperación en la inversión en nuevas construcciones, tanto privadas como públicas. En particular, destacó la obra en vivienda, naves industriales, locales comerciales, edificios de apartamentos y las relacionadas con proyectos viales y eléctricos. Además, aportó al acervo del capital de la economía el aumento en la importación de maquinaria para el transporte (de mercancías y personas) y de equipo para telecomunicaciones.

En contraste, la desaceleración del consumo del Gobierno se vincula con el cumplimiento de la regla de contención del gasto. Debido a ello, el gasto de las entidades públicas dedicadas a las actividades de administración, enseñanza pública y salud registró una caída en la contratación de nuevas plazas, que fue compensada por el aumento en las compras de bienes y servicios para escuelas, colegios públicos y para la atención de la salud de la población, en particular de medicamentos y otros productos farmacéuticos por parte de la CCSS.

Gráfico 8. PIB en volumen por componentes del gasto
Variación interanual en porcentajes.



Nota: FBKF: Formación bruta de capital fijo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La moderación de las exportaciones, a pesar de crecer a una tasa de dos dígitos, se relaciona con el relativo menor dinamismo de las ventas de servicios, en particular los profesionales e informáticos, toda vez que las ventas de bienes mantuvieron el impulso del año previo.

En el comportamiento de la demanda externa por bienes sobresalieron las ventas de las empresas del régimen especial (implementos médicos), a lo que se sumó la recuperación

²⁰ En el 2023, los préstamos para consumo crecieron en torno al 8% interanual (superior en 5 p.p. con respecto al año anterior), aun cuando las tasas de interés fueron superiores a las del 2022.

en las ventas de banano, piña y productos lácteos, y las mayores ventas de raíces, tubérculos y hortalizas.

Congruente con el desempeño de la demanda interna (consumo e inversión), el aumento de las importaciones guarda relación con las mayores compras de vehículos, combustible, productos alimenticios, equipo de transporte y de comunicaciones, además de materias primas para la industria alimenticia, eléctrica y electrónica. El crecimiento de las importaciones de servicios es resultado de la mayor salida de costarricenses al exterior.

Por tipo de actividad económica (Gráfico 9), destacan tanto la recuperación en la agricultura y la construcción, como la aceleración en la manufactura.

La producción de la actividad agrícola registró un incremento, en contraste con lo registrado un año atrás, determinado por el buen desempeño de la producción de bienes orientados al mercado externo (banano, piña, raíces, tubérculos y hortalizas)²¹. También contribuyó a este resultado la estabilización de los precios del banano y la piña en el mercado internacional, la reducción en el precio de los fertilizantes y las condiciones climáticas relativamente estables en la primera parte del año.

Por su parte, la construcción pasó de una contracción en el 2022 a un crecimiento de dos dígitos en el 2023, comportamiento que se asocia con un entorno de precios más bajos y estables de los materiales importados que se usan en esta actividad.

En particular, destacó la construcción residencial (edificios de apartamentos y viviendas) y no residencial (edificios, locales comerciales y estacionamientos). Asimismo, las obras con destino público tuvieron una mejora (crecimiento de 1,1% que contrasta con la caída de 11,1% en el 2022)²².

Por último, la aceleración en la manufactura se relaciona con la actividad de las empresas del régimen especial, particularmente de implementos médicos, junto con la mejora en la actividad de las empresas del régimen definitivo. Este último influido por una mayor demanda local de la producción de sustancias químicas y plástico, así como de algunos productos alimenticios (pollo, frutas, legumbres, café y bebidas), que fue compensada por una disminución en la producción de llantas, cemento, papel, hierro, acero y otros productos alimenticios (azúcar, panadería y arroz).

La recuperación de los flujos de turismo de no residentes favoreció a la actividad de hoteles y restaurantes, lo cual, a su vez, se manifestó en la mayor tasa de crecimiento en los servicios de comercio.

²¹ Por el contrario, la producción de palma, otras frutas, caña de azúcar y ganado vacuno, se contrajeron debido a la afectación por plagas y enfermedades.

²² Esto debido a la mayor ejecución de obras por parte del Consejo Nacional de Viabilidad (Circunvalación Norte Uruca-Tibás, instalación de puentes metálicos, puentes sobre la Ruta Nacional 160, paso a desnivel La Galera y Ruta Nacional 1), así como proyectos municipales (vías de comunicación) y de electricidad y telecomunicaciones (Instalación de servicios residenciales, proyecto geotérmico Borinquen, mejoras en la red de telecomunicaciones, proyecto de implementación de infraestructura y provisión de servicios de voz e internet del Fondo Nacional de Telecomunicaciones). Adicionalmente, hubo una mayor ejecución por parte del Programa de Integración Fronteriza.

Como resultado de la afluencia de turistas al país (incremento de 17,1% con respecto al 2022) y la mayor demanda interna, la actividad de hoteles y restaurantes registró un resultado positivo en términos de su producción, aunque se moderó con respecto al año previo y aún no alcanzó los niveles registrados previo a la pandemia del COVID-19.

De manera similar, los servicios de transporte de carga y actividades de apoyo al transporte (servicios de peajes, aeropuertos y puertos) se beneficiaron del aumento en la movilidad de personas, del ingreso de turistas por vía aérea y de un mayor comercio exterior.

Por su parte, la actividad comercial presentó un ligero aumento con respecto al nivel del año previo, influido por el desempeño observado en las actividades agropecuaria, manufactura, construcción, y hoteles y restaurantes. Por tipo de bien, destacaron las ventas de vehículos, combustibles, productos alimenticios, materiales de construcción y de los productos eléctricos y electrónicos.

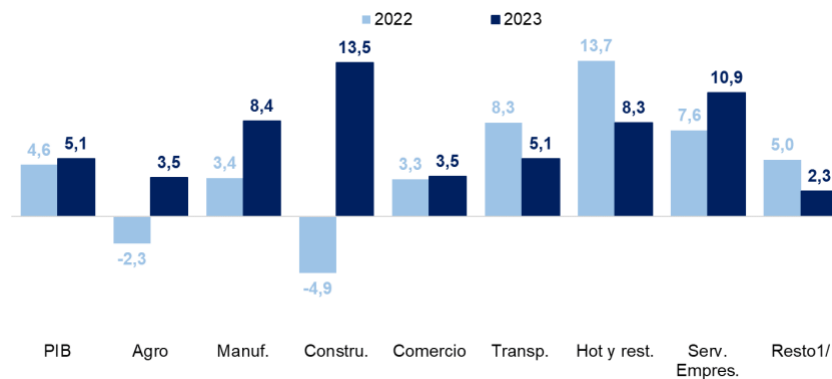
La mayor demanda externa explicó el crecimiento de los servicios empresariales, mientras que las innovaciones tecnológicas impulsaron a la actividad de información y comunicación.

Los servicios empresariales mostraron una aceleración con respecto al año anterior, determinada por la mayor demanda externa de las empresas del régimen especial. En el régimen definitivo destacó una mayor demanda de servicios profesionales relacionados con el turismo (agencias de viajes, alquiler de autos).

Finalmente, en el grupo del resto de actividades destaca el incremento de 4,5% en la actividad de información y comunicaciones, el cual se relaciona con una mayor demanda de servicios, tanto externa como interna, acorde con el avance mundial de la economía digital.

Gráfico 9. PIB en volumen por actividad económica (tendencia ciclo)

Variación interanual en porcentajes



¹Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, información, comunicaciones, intermediarios financieros y seguros, inmobiliarias, administración pública, salud y educación, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

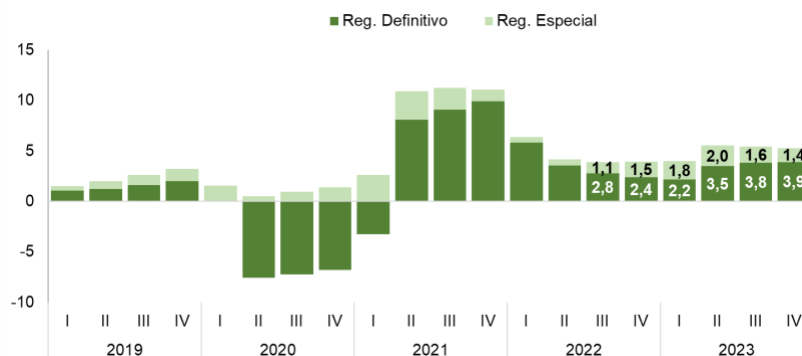
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La aceleración de la actividad económica en el 2023 estuvo determinada por la actividad del régimen definitivo.

Por régimen de comercio, conforme a lo indicado en informes previos, la aceleración del crecimiento del PIB en el 2023 se identifica con el desempeño del régimen definitivo donde sobresale la recuperación de actividades como la agricultura, la construcción y el comercio, (Gráfico 10).

Gráfico 10. PIB trimestral en volumen por régimen de comercio

Aporte a la tasa de variación interanual de tendencia-ciclo en puntos porcentuales



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 1. Demografía empresarial y productividad en Costa Rica 2018-2022

Este recuadro presenta las estadísticas demográficas empresariales de Costa Rica para el periodo 2018-2022. Dicha información permite analizar la dinámica de la economía formal y examinar las disparidades en el nacimiento, mortalidad y sobrevivencia del parque empresarial según las características de las empresas.

En este periodo, el promedio anual de empresas formales activas²³ fue de 58.587, de las cuales más de la mitad estaban orientadas a los servicios, seguidas por las de comercio y manufactura, estructura que se observa también en la contratación de trabajadores (Cuadro 1.1.).

Cuadro 1.1. Distribución de la cantidad de empresas y empleo por actividad económica (2018-2022)

Actividad económica	Cantidad de empresas (%)	Empleo (%)
Servicios	55,2	54,5
Comercio	25,3	16,9
Manufactura	7,4	16,2
Agropecuario	6,9	8,8
Construcción	5,2	3,6
Total	100	100

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Registro de Variables Económicas (Revec).

Al término del 2022, hubo una reducción de 993 empresas formales con respecto al 2019, año previo a la pandemia del COVID-19 pues, aunque en el 2021 la cantidad de empresas aumentó en 987 empresas con respecto al 2020 (1,7% en términos interanuales), ese incremento fue más que compensado por las caídas registradas en el 2020 (1.290 empresas con respecto al 2019) y el 2022 (690 empresas con respecto al 2021)²⁴.

Según la actividad económica, la mayor caída en la cantidad de empresas activas entre el 2019 y el 2022 se registró en la construcción (7,9%), la manufactura (6,0%) y la actividad agropecuaria (5,1%) en tanto que las menores contracciones se observaron en comercio (2,0%) y servicios (0,03%).

Natalidad y mortalidad de las empresas

Entre el 2018 y el 2022 nacieron en promedio 5.285 empresas formales por año, lo que significó una tasa de natalidad²⁵ del parque empresarial de 9,0% (Gráfico 1.1.A). De las

²³ Las empresas activas son aquellas que registran ventas mayores a cero y tienen al menos un trabajador contratado por año. Se excluyen entidades públicas, empresas sin fines de lucro y las empresas sin actividad económica identificable.

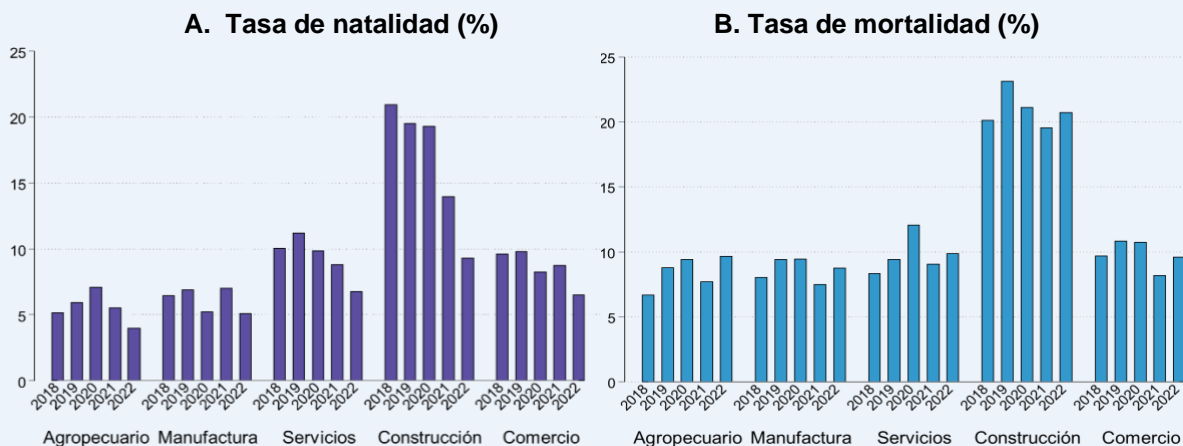
²⁴ El cambio en 2022 se deriva de un menor número de empresas nacientes y un mayor número de empresas salientes.

²⁵ Tasa de natalidad: número de nacimientos como porcentaje de la población de empresas activas.

empresas entrantes²⁶, 57,2% pertenecen a servicios, 24,1% a comercio y 9,5% a construcción. En los últimos años, se identifica una tendencia a la baja en las tasas de natalidad del parque empresarial, la cual se ubicó en 6,5% en el 2022 desde un 10,6% en el 2019²⁷.

Por actividad económica, la construcción (16,8%), los servicios (9,3%) y el comercio (8,6%) registran en promedio las tasas de natalidad más altas, mientras que la manufactura (6,1%) y la actividad agropecuaria (5,5%) presentan las tasas más bajas.

Gráfico 1.1. Tasa de natalidad y mortalidad de las empresas por actividad económica (2018-2022)



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Revec.

Durante este mismo periodo cerraron en promedio 5.963 empresas por año, lo que llevó a una tasa de mortalidad²⁸ del parque empresarial de 10,2% (Gráfico 1.1.B). En particular, el 2020 fue el año que registró la mayor cantidad de empresas salientes (7.002) con una tasa de mortalidad de 12,1%. De las empresas salientes²⁹, 52,8% pertenecían a servicios, 24,5% a comercio y 10,7% a construcción. Por actividad económica, la construcción registra las tasas de mortalidad más altas (aunque también tiene tasas de natalidad mayores).

Sobrevivencia

El crecimiento económico depende, entre otros factores, del dinamismo del sector privado, de la evolución de la productividad y de la capacidad de las empresas entrantes y sobrevivientes de generar nuevos empleos en la economía. En ese sentido, examinar el desempeño de las empresas a partir de su nacimiento permite identificar si las empresas sobrevivientes lograron crecer, especialmente durante y después de la pandemia.

²⁶ Una empresa entrante en el año t es aquella empresa activa que se observa por primera vez en t.

²⁷ Como referencia, la tasa de natalidad promedio de los países de la Unión Europea se ubicó en 8,5% en el 2021 con un rango entre 3,1% y 20,2% (dato preliminar registrado por Eurostat, código: bd_size).

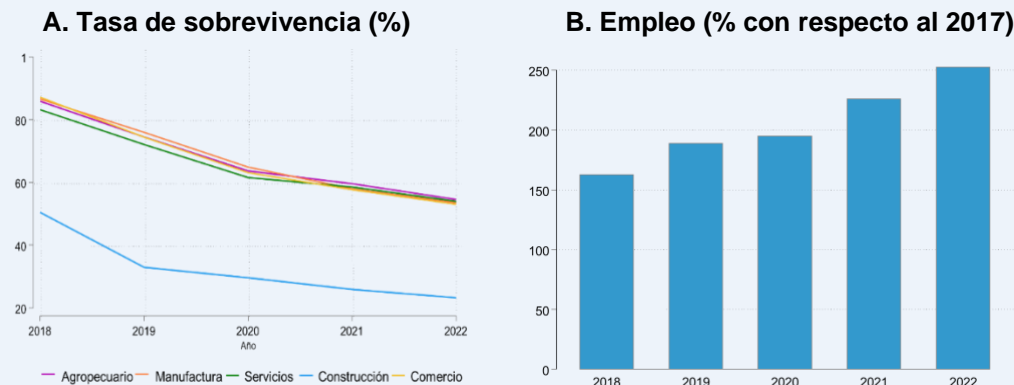
²⁸ Tasa de mortalidad: número de muertes como porcentaje de la población de empresas activas.

²⁹ Una empresa saliente en el año t es aquella que estuvo activa en t-1, pero no volvió a estar activa a partir del año t.

El Gráfico 1.2.A presenta la evolución de la tasa de sobrevivencia a 5 años con respecto al 2017, para las empresas que iniciaron actividades en el 2017. En promedio, en el primer año de vida las empresas entrantes tienen una sobrevivencia del 80,8%, la cual cae a 58,6% en un horizonte de 3 años, que coincide con la llegada de la pandemia, y a 50,3% en los 5 años que concluyen en el 2022. Como referencia, Jiménez, Segura y Vega (2023)³⁰, a partir de mediciones que excluyen el año 2020, estiman una tasa de sobrevivencia del parque empresarial costarricense a 5 años de 55%.

Al examinar la tasa de sobrevivencia por actividad económica, se observan algunas diferencias en el ciclo de vida empresarial. Por ejemplo, la probabilidad de mantener en operación una empresa durante 5 años en la actividad de la construcción es apenas de 23,2%, tasa inferior en 27,1 p.p. a la del parque empresarial. Por otro lado, las actividades agropecuaria y servicios registran tasas de sobrevivencia a 5 años de 54,5% y 54,0%, respectivamente. La sobrevivencia puede estar afectada por cierres efectivos, así como fusiones o rupturas que darían origen al registro de otras empresas.

Gráfico 1.2. Tasa de sobrevivencia por actividad económica y empleos generados por las empresas sobrevivientes (2018-2022)



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Revec.

El Gráfico 1.2.B muestra el empleo generado por las empresas sobrevivientes como porcentaje del empleo que se registra durante su primer año de vida. Luego de dos años, dichas empresas casi duplican la cantidad de personas contratadas. Además, las empresas que sobreviven 5 años muestran que por cada persona contratada en el primer año de vida contratan en promedio 2,5 personas en el quinto año. Por lo tanto, las sobrevivientes han crecido en términos de empleo.

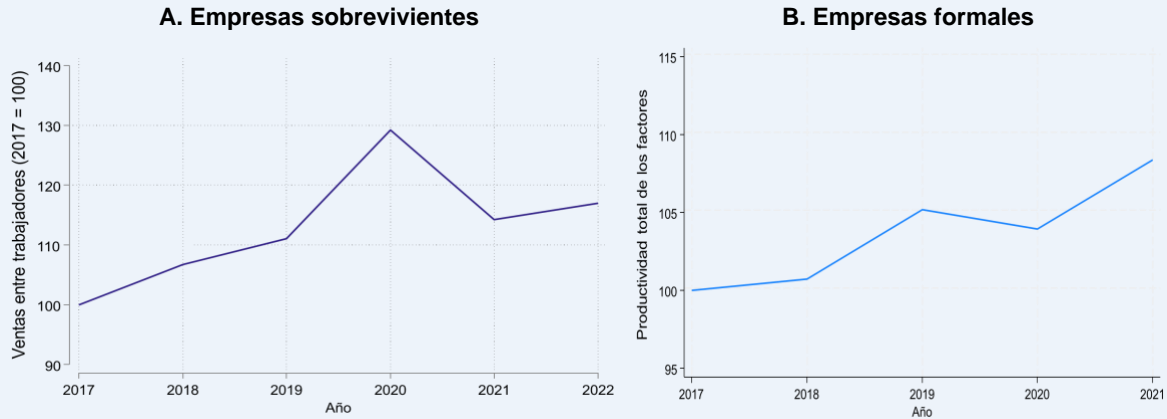
También es importante examinar la productividad tanto de las empresas sobrevivientes como del parque empresarial. El Gráfico 1.3.A presenta las ventas promedio por trabajador para las empresas nacidas en el 2017 y su evolución a lo largo de 5 años³¹. A pesar de la pandemia, la tendencia ascendente revela una mejora en la productividad de las empresas que lograron mantenerse activas durante estos 5 años. En cuanto a la productividad total de los factores,

³⁰ Jiménez, P. Segura, R y Vega, M. (2023). Crecimiento de las ventas y sobrevivencia: retos del parque empresarial. Ponencia preparada para el Informe Estado de la Nación 2023. San José: PEN, Conare.

³¹ A las ventas totales se les aplica el deflactor implícito de precios del PIB por actividad económica.

Jiménez y Vega (2023)³² analizaron la evolución de la productividad del sector formal en Costa Rica para el período 2005-2021 y concluyeron que la productividad total de los factores ha mostrado una tendencia creciente desde el 2015, tal como se aprecia en el Gráfico 1.3.B. Ambos indicadores apuntan a que se ha dado un alza sostenida de la productividad de la economía formal costarricense en los últimos años.

Gráfico 1.3. Indicadores de productividad (2017 = 100)

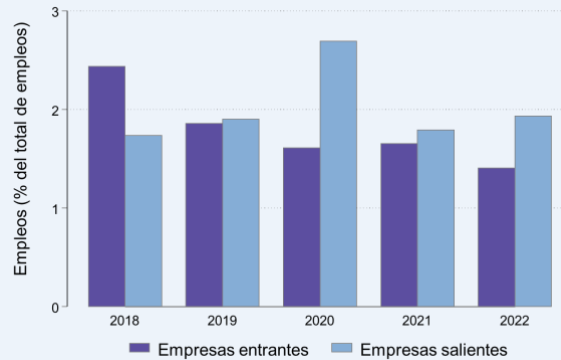


Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Revec.

La entrada y salida de empresas también inciden en la creación y destrucción de puestos formales de trabajo. El Gráfico 1.4 muestra la cantidad de empleos generados durante el primer año de vida de las empresas entrantes y la cantidad de empleos destruidos como resultado del último año de actividad de las empresas salientes, expresado como porcentaje del total de empleos. Antes del 2020, se observa que el porcentaje de empleos generados era similar o mayor al porcentaje de empleos destruidos. En el 2020, las empresas entrantes generaron un 1,6% del total de empleos y las empresas salientes destruyeron un 2,7%. En particular, la salida de empresas de servicio, comercio y construcción generaron la mayor pérdida de puestos de trabajo durante ese periodo. Para el 2022, el porcentaje de empleos creados fue de un 1,4% y el de destruidos de un 1,9%

³² Jiménez, S. y Vega, M. Análisis de productividad en Costa Rica: un enfoque microeconómico. Documento de Trabajo 2023-009: p. 1-36.

Gráfico 1.4. Empleos creados por empresas entrantes y empleos destruidos por empresas salientes como porcentaje del total de empleos formales (2018-2022)



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Revec.

Consideraciones finales

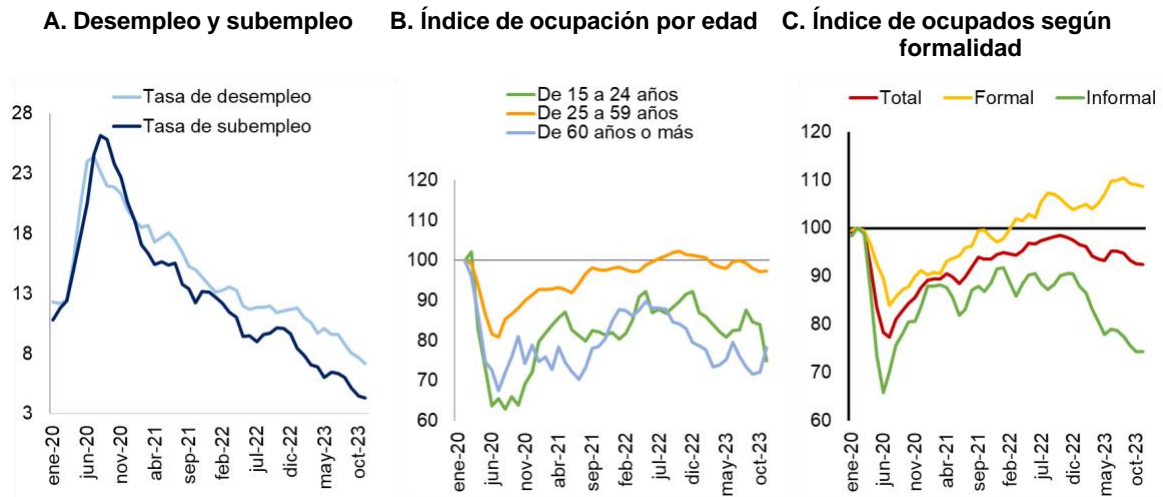
1. El estudio de la demografía empresarial de Costa Rica revela una reducción de 993 empresas formales al término del 2022, con respecto al 2019 (previo a la pandemia). La mayor caída en la cantidad de empresas se registró en la construcción, la manufactura y la actividad agropecuaria.
2. No obstante, la cantidad de empresas al cierre del 2022 fue mayor al número registrado al inicio de la pandemia (2020), lo que denota que, aunque la recuperación del número de empresas formales no ha sido lineal, el proceso continúa.
3. Las empresas sobrevivientes (nacidas en el 2017) han crecido en términos de la generación de nuevos puestos de trabajo y tienden a ser más productivas. El parque empresarial también ha mostrado un alza sostenida de la productividad.
4. Sin embargo, se observa una caída en las tasas de natalidad empresarial de los últimos años. En general, la creación de nuevas empresas se asocia a la competitividad, el crecimiento económico y la generación de nuevos puestos de trabajo.
5. La investigación futura debería profundizar en las causas detrás de la reducción en la tasa de natalidad empresarial y en las discrepancias en las tasas de sobrevivencia por actividad económica. Temas como el impacto de la carga regulatoria sobre la sobrevivencia de las empresas, los incentivos para la creación de nuevas empresas, y los cambios requeridos para simplificar la regulación empresarial son complementarios a los estudios de demografía empresarial.

Los indicadores del mercado laboral continúan con mejoras en el empleo formal, los salarios reales, las tasas de desempleo y subempleo, aunque decrece la participación laboral.

A noviembre, las tasas de desempleo³³ y de subempleo se ubicaron en 7,2% y 4,3%, respectivamente, lo que significó una reducción de 4,4 p.p. y 5,8 p.p. con respecto a lo registrado un año atrás (Gráfico 11.A). Dichos valores son los mínimos desde setiembre del 2010, cuando se empezó a dar seguimiento al mercado laboral por medio de la Encuesta Continua de Empleo (ECE).

Gráfico 11. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes y base feb-20 = 100



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

El dinamismo de la actividad económica ha permitido una recuperación del nivel de ocupación de los trabajadores con edades entre 25 y 59 años, los cuales usualmente tienden a participar de forma más activa en el mercado laboral (Gráfico 11.B). En contraste, la ocupación en los trabajadores en edades entre 15 y 25 años y de 60 o más años continúa por debajo de los niveles registrados previo a la pandemia del COVID-19.

El empleo formal se recupera; su nivel a noviembre es superior en alrededor de 10% al de febrero del 2020. Por el contrario, el empleo informal baja alrededor del 25% (Gráfico 11.C). Similarmente, el empleo de calificación alta se ha recuperado, en tanto que el de calificación media y baja sigue por debajo de los niveles prepandémicos.

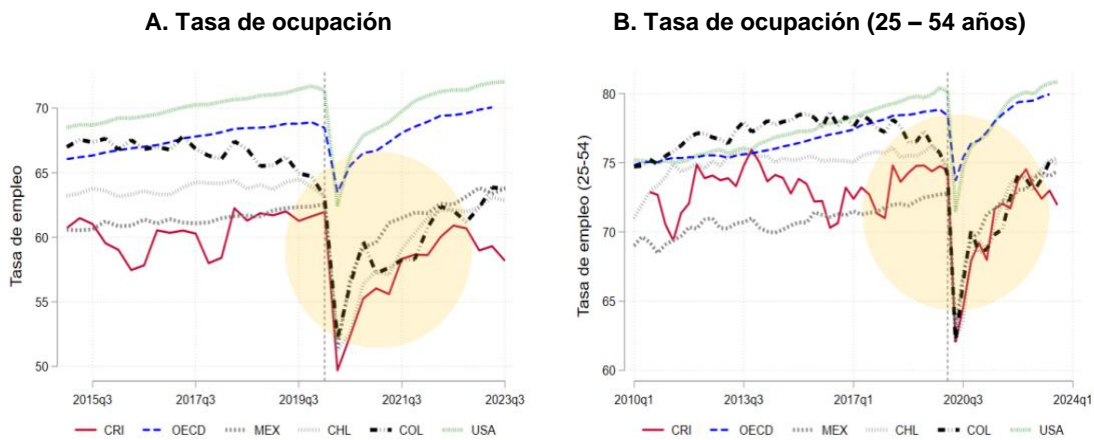
³³ Este indicador relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está compuesta por la fuerza de trabajo que no tenía empleo en la semana de referencia, aunque estaba disponible para participar en la producción de bienes y servicios, y buscó empleo. La fuerza de trabajo es el conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participó en la producción de bienes y servicios o estaba dispuesta a hacerlo; está conformada por la población ocupada y la desocupada.

La recuperación de la ocupación en algunos grupos del mercado laboral (trabajadores entre 25 y 59 años, del sector formal y de calificación alta) no ha sido suficiente para compensar la contracción del resto de grupos, razón por la cual el nivel de ocupación total continúa por debajo del observado a principios del 2020³⁴. Simultáneamente, se han incrementado tanto la cantidad horas efectivas trabajadas por semana como la proporción de personas que trabajan más de 40 horas³⁵.

La dinámica de lenta recuperación del empleo y baja participación laboral parece ser un fenómeno común en algunos países de la región.

La lenta recuperación del empleo en el periodo postpandemia no es un fenómeno único de Costa Rica, sino que es una tendencia presente en varias economías latinoamericanas (Gráfico 12). En particular, economías como México, Chile y Colombia, miembros de la OCDE en Latinoamérica junto con Costa Rica, exhiben un patrón de lenta recuperación del empleo tanto para la población total como para aquellos entre 25 y 54 años.

Gráfico 12. Tasa de ocupación para economías seleccionadas



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de OCDE.

Otra característica que acompaña la disminución de la tasa de desempleo es la baja en la participación laboral: a noviembre se ubicó en 53,2%, mientras que un año atrás fue de 60%. Tal como se ha mencionado en publicaciones previas de este informe, este comportamiento responde en buena medida a factores estructurales, tales como el cambio demográfico (salida de trabajadores por tener edad avanzada) y las restricciones en la participación de la mujer, debido a la atención de tareas como el cuidado de niños y adultos mayores³⁶.

³⁴ En particular, la tasa de ocupación a noviembre fue de 49,4%, menor en 3,7 p.p. con respecto al valor registrado un año atrás y 6,7 p.p. respecto a febrero del 2020.

³⁵ Estos elementos sugieren que pueden estarse dando cambios en la estructura de la demanda laboral que ameritan un análisis adicional para identificar nuevas tendencias en el mercado de trabajo costarricense.

³⁶ Un análisis más amplio sobre la evolución reciente de la participación, la ocupación y el desempleo se encuentra disponible en el recuadro 1 del [Informe de Política Monetaria de julio de 2023](#).

Particularmente, el grupo de personas entre 15-24 años y el de 60 años o más muestran la mayor reducción en su participación en el mercado de trabajo. En el caso del primer grupo esto obedece a motivos personales asociados con principalmente con estudio, mientras que en el segundo se explica por razones vinculadas a la vejez.

Tal como en el caso de la ocupación, la caída en la participación laboral es un fenómeno que se manifiesta cada vez en más economías de la región. El más reciente informe de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la coyuntura laboral destaca que la tasa de participación al primer semestre del 2023 continúa 1,2 p.p. por debajo de los niveles registrados en el 2019 y, mientras que para las mujeres se mantuvo estancada, para los hombres registra una contracción. Además, señala la disparidad en las tasas de participación por sexo, debido al recargo en las actividades de cuidado que recaen sobre las mujeres y que tienden a limitar su inserción al mercado laboral³⁷.

Si bien algunas de las motivaciones asociadas a la decisión de participar en el mercado laboral pueden estar vinculadas a cambios estructurales, como una menor oferta relativa debido al envejecimiento poblacional, otras requieren de la implementación de políticas que promuevan la participación laboral, principalmente en algunos grupos de la población, especialmente en un contexto en el que el cambio tecnológico facilita un uso menos intensivo del factor trabajo.

A manera de ejemplo, la implementación de políticas públicas que faciliten la atención de obligaciones familiares promueve la integración de más mujeres en el mercado laboral, a la vez que pueden tener efectos positivos en términos de: a) una mayor capacidad productiva, b) un mayor dinamismo de la actividad económica y, c) una mayor generación de ingresos para los hogares.

Medidas específicas que pueden contribuir a una mayor participación de las mujeres son la provisión de servicios de cuidado (infantil y de adultos mayores), la implementación de mecanismos de difusión de información sobre oportunidades laborales y retornos de empleo, el desarrollo de programas de protección social, sistemas de seguridad y normativas sobre el acoso laboral, mejoras en el acceso y la calidad del servicio de transporte público, entre otras.

Por supuesto, estas medidas tienen un costo fiscal y podrían ser de difícil implementación en el contexto actual de contención del gasto público dada la regla fiscal. No obstante, es recomendable realizar una valoración más profunda sobre los potenciales costos y beneficios de incentivar a una mayor participación laboral.

Asimismo, resulta relevante retomar una agenda de medidas asociadas con la reducción de la informalidad, el ajuste de la oferta educativa para que sea más coincidente con los requerimientos del mercado y con el cumplimiento y la protección de los derechos laborales.

³⁷ Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe: Desafíos y oportunidades para la inclusión laboral de las personas y la redistribución del trabajo de cuidados. Disponible [aquí](#).

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

Los ingresos reales de los trabajadores mostraron una aceleración durante el segundo semestre del 2023, resultado tanto de un mayor crecimiento del ingreso nominal como de la caída en la tasa de inflación. No obstante, persisten las diferencias en dicho comportamiento según sexo, calificación y sector institucional.

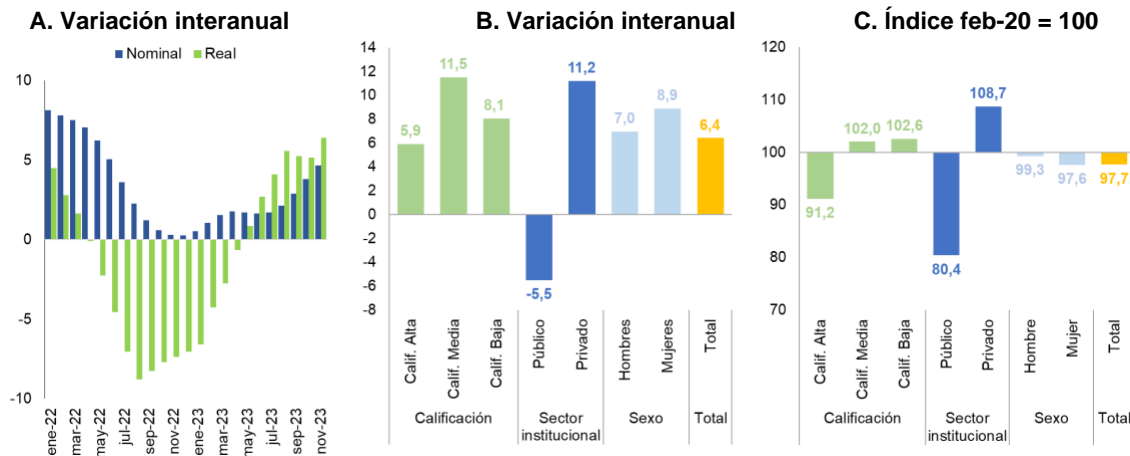
A noviembre, el ingreso real general promedio registró un incremento interanual de 6,4%. El aumento en el sector privado fue de 11,2% (Gráficos 13.A y 13.B), en tanto que en el sector público disminuyó en 5,5%. No obstante, persisten diferencias entre grupos de trabajadores. Según calificación, destaca la aceleración en el salario real de las ocupaciones de calificación media y baja (11,5% y 8,1% respectivamente).

El ingreso real de los trabajadores de calificación media y baja superó el nivel registrado en febrero del 2020 en alrededor de 2 p.p. (Gráfico 13.C), lo que se corresponde con el hecho de que la ocupación en ambos grupos sigue por debajo de la registrada previo a la pandemia. Lo anterior sugiere que la demanda por trabajadores de calificaciones bajas y media es mayor que su oferta, lo que se manifiesta como presión al alza en los salarios de esas ocupaciones.

En este contexto, es necesario un mayor seguimiento a la evolución de los salarios y la ocupación en dichos grupos, ante la posibilidad de que surjan presiones de costos que afecten los precios y su dinámica. Estos elementos resultan de interés para las autoridades del BCCR como insumo para la oportuna identificación de presiones inflacionarias.

Gráfico 13. Ingreso real en la ocupación principal según calificación, sexo y sector institucional

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



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

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

En síntesis, la tendencia de algunos indicadores del mercado laboral es hacia la mejora, lo cual se evidencia en una menor tasa de desempleo, el incremento en la ocupación de algunos grupos de trabajadores, la recuperación de los ingresos reales y la reducción de la informalidad. Sin embargo, existen retos a mediano plazo asociados con los factores subyacentes que restringen una mayor participación laboral, dado que limitan la capacidad de producción y de crecimiento de la economía.

Por otra parte, si bien la recuperación de los salarios en algunos grupos del mercado de trabajo es positiva, la menor oferta de mano de obra relativa podría implicar presiones de costos adicionales en algunas industrias.

Recuadro 2. Probabilidad de encontrar empleo en Costa Rica en el 2023: análisis con matrices de transición

Según la Encuesta Continua de Empleo (ECE) elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), en los últimos 3 años la cantidad de personas ocupadas en Costa Rica se recuperó (Gráfico 2.1), aunque al tercer trimestre del 2023 todavía no había alcanzado los niveles previos a la pandemia del COVID-19.

Además, la tasa de inactividad aumentó hasta llegar a niveles superiores a los del 2020, mientras que la tasa de desempleo disminuyó y se ubicó por debajo de la tasa observada en el 2018 (Gráfico 2.2).

Estos resultados ocurren en un contexto de recuperación de la actividad económica, que coexiste con una menor participación de la población en el mercado laboral, dado el incremento que se observa en la población fuera de la fuerza de trabajo.

Gráfico 2.1. Cantidad de personas ocupadas¹ (en millones)

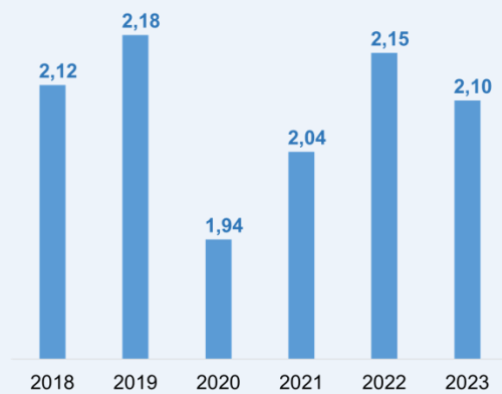
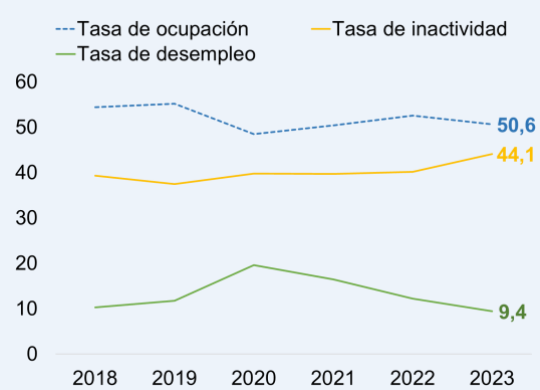


Gráfico 2.2. Indicadores del mercado laboral¹ (en porcentajes)



¹ Promedio anual. Para el 2023, el promedio se calculó con los datos del primer, segundo y tercer trimestres. Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del INEC.

La dinámica de los flujos de entrada y salida entre las distintas condiciones de actividad (ocupados, desocupados e inactivos) permite estimar probabilidades asociadas a encontrar empleo, o bien permanecer en la misma condición.

Para estimar dichas probabilidades, se utilizaron matrices de transición³⁸, en las cuales cada elemento contiene la cantidad de personas que se encontraban en una condición *i* en el trimestre anterior (*t-1*) y pasaron a una condición *j* en el trimestre actual (*t*).

Los resultados que se presentan a continuación consideran a las personas ocupadas que cambiaron de empleo a otra rama de actividad y las personas desocupadas e inactivas que consiguieron trabajo.

³⁸ La muestra de la ECE, por trimestre, conserva alrededor del 75% de las mismas viviendas encuestadas y esto permite realizar un análisis de los cambios en el mercado de trabajo para una misma persona entre dos trimestres consecutivos.

La probabilidad de que el individuo i encuentre trabajo en el período $t + 1$ se puede calcular como:

$$P(s_i^{t+1} = \text{"empleado"} | s_i^t) = P_t(s_i^t, \text{"empleado"}), \text{ donde:}$$

T el número de períodos de tiempo.

S el conjunto de estados laborales.

P_t la matriz de transición de estados laborales en el período t .

s_i^t el estado laboral del individuo i en el período t .

x_i las características del individuo i .

Por su parte, la probabilidad total de encontrar trabajo en la población se puede calcular como:

$$P(s_i^{t+1}, \text{"empleado"}) = \sum_{i=1}^N P(s_i^{t+1} = \text{"empleado"} | s_i^t) * \omega_i$$

Donde:

N es el número de individuos en la población.

ω_i es el peso del grupo i (desocupados, inactivos y ocupados que encuentran trabajo) en la población.

Los resultados de las matrices de transición muestran que en el 2023 (promedio de los trimestres 1, 2 y 3), la probabilidad de encontrar empleo en Costa Rica fue de 13,2%, menor en 0,5 puntos porcentuales al promedio prepandemia (2018-2019), aunque superior en comparación con el 2020, cuando registró su valor más bajo debido a los efectos de la pandemia (Gráfico 2.3). Asimismo, los datos del tercer trimestre del 2023 muestran que la probabilidad de encontrar empleo es mayor cuanto menos tiempo³⁹ se haya permanecido desempleado.

Gráfico 2.1.
Probabilidad de encontrar empleo¹ (%)

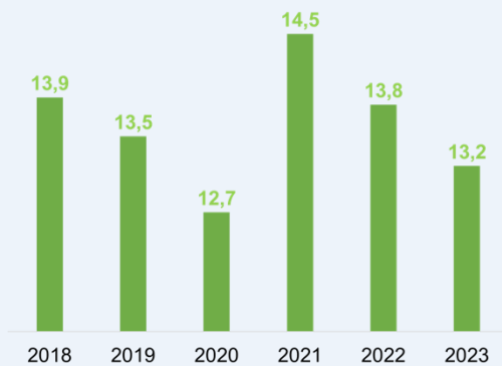
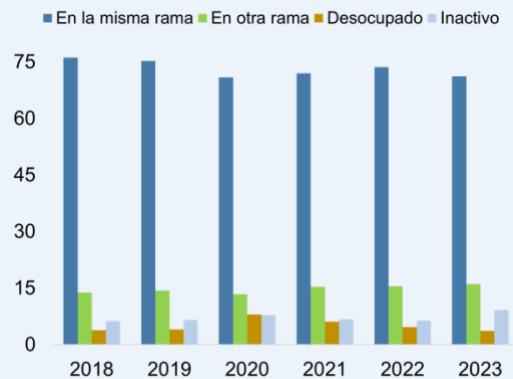


Gráfico 2.2.
Transición laboral de los ocupados¹ (%)



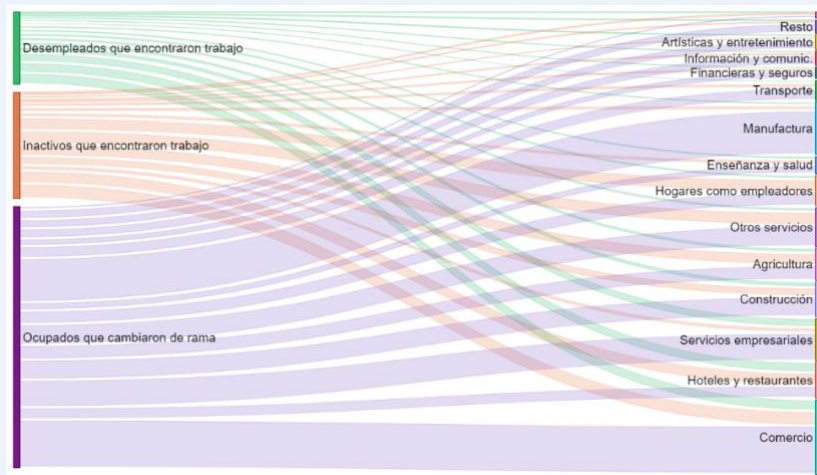
¹Promedio anual. Para el 2023, el promedio se calculó con los datos del primer, segundo y tercer trimestres.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del INEC.

³⁹ La probabilidad de encontrar empleo para quienes han estado desempleados por menos de un año (corta duración) es de 32,0% y la de aquellos que llevan desempleados más de un año (larga duración) es de 3,2%.

Al analizar la transición laboral entre el segundo y el tercer trimestre del 2023, se observa que 87,4% de los ocupados se mantuvieron empleados (Gráfico 2.4), de los cuales 70,5% continuaron en la misma rama de actividad de un trimestre a otro y 16,9% cambiaron a otra rama de actividad, principalmente hacia el comercio, industria manufacturera y servicios empresariales (Gráfico 2.5).

Por su parte, en ese mismo periodo, 7% de los inactivos y 35,3% de los desempleados consiguieron trabajo. Los primeros se ubicaron, mayormente, en comercio, otros servicios y hogares como empleadores, mientras que los segundos lo hicieron en comercio, hoteles, restaurantes y servicios empresariales. Cabe señalar que 90,5% de los inactivos y 25,9% de las personas desempleadas permanecieron en ese mismo estado.

Gráfico 2.5. Flujos de transición según condición y rama de actividad



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

Caracterización de las personas con mayor probabilidad de encontrar empleo en el tercer trimestre del 2023

El Cuadro 2.1 muestra la probabilidad de hallar empleo en Costa Rica durante el tercer trimestre del 2023 según algunas características sociodemográficas.

Al respecto, destaca lo siguiente:

1. La probabilidad de encontrar empleo es, en general, mayor en la zona urbana, con excepción de los inactivos que se ocuparon.
2. Los hombres tienen mayor probabilidad de encontrar empleo en todas las condiciones, pero es particularmente acentuada en el caso de los desocupados (44,7% frente a 25,3% de las mujeres). Esto influye en la menor participación de la población femenina en el mercado laboral.
3. Si bien, a medida que aumenta la edad, en términos generales disminuye la probabilidad de encontrar empleo, cuando se analiza la condición de la persona (ocupado, desocupado e inactivo), se aprecia que la mayor probabilidad de conseguir trabajo para las personas desocupadas se encuentra en edades de entre 45 a 59 años.

4. Las personas con nivel educativo alto (con estudios universitarios completos o incompletos) tienen menos probabilidad de pasar de desocupado a ocupado en comparación con los que tienen nivel educativo bajo y medio. Ello está relacionado con el perfil de los desempleados al segundo trimestre del 2023 (población inicial), de los cuales 76% tienen un nivel educativo de secundaria completa o menos.
5. En relación con los ocupados que cambiaron de rama, la probabilidad de encontrar empleo fue similar en todos los niveles educativos, mientras que los inactivos que se emplearon con mayor probabilidad fueron los que mostraron estudios medios.

Cuadro 2.1. Probabilidad de encontrar empleo en el tercer trimestre del 2023 según características sociodemográficas (en porcentajes)

Características	Transición			Total
	Ocupados a otra actividad	Desocupados a ocupados	Inactivos a ocupados	
Zona				
Urbana	17,9	35,9	6,2	13,3
Rural	13,9	33,2	9,2	12,4
Género				
Hombre	18,4	44,7	9,1	16,6
Mujer	14,3	25,3	5,9	9,7
Grupo de edad				
De 15 a 24 años	15,7	34,8	4,5	9,7
De 25 a 34 años	20,4	31,3	14,8	19,9
De 35 a 44 años	19,3	39,3	39,3	19,9
De 45 a 59 años	14,5	40,6	10,6	13,9
De 60 años o más	9,7	33,1	4,1	5,4
Nivel educativo				
Bajo	17,0	38,7	6,2	11,5
Medio	16,9	38,4	8,0	14,2
Alto	16,7	25,1	6,8	13,6
Calificación de la ocupación				
Ocupación no calificada	20,3	4,9	9,0	15,6
Ocupación calificada media	15,1	3,7	6,6	11,7
Ocupación calificada alta	17,4	1,8	1,0	11,6

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

Consideraciones finales

En síntesis, la probabilidad de conseguir empleo en el periodo 2018-2023 registró el menor valor en el 2020, año en el cual el país sufrió los mayores efectos de la pandemia.

Posteriormente hubo una recuperación en el 2021, que se relaciona con la eliminación de las medidas restrictivas que se aplicaron para tratar de contener dicho evento. En el 2023 esa probabilidad fue ligeramente inferior a la del periodo prepandémico.

Ligado con lo anterior, los datos muestran que la probabilidad de encontrar un trabajo disminuye cuanto más tiempo se haya estado desempleado. Esto puede deberse a la pérdida de habilidades laborales, que conlleva a una obsolescencia del trabajador, lo cual, a su vez, genera un riesgo de exclusión social y económica, que inhibe a la persona desempleada a continuar en la búsqueda de trabajo.

En general, la probabilidad de conseguir empleo (o de cambiar a otro trabajo si ya se está ocupado) es mayor para las personas: a) que residen en la zona urbana, con excepción de los inactivos que se ocuparon, b) son hombres, c) están en el rango de edad de entre 25 a 44 años (excepto los desocupados), d) tienen nivel educativo medio⁴⁰ y e) se emplea en una ocupación no calificada.

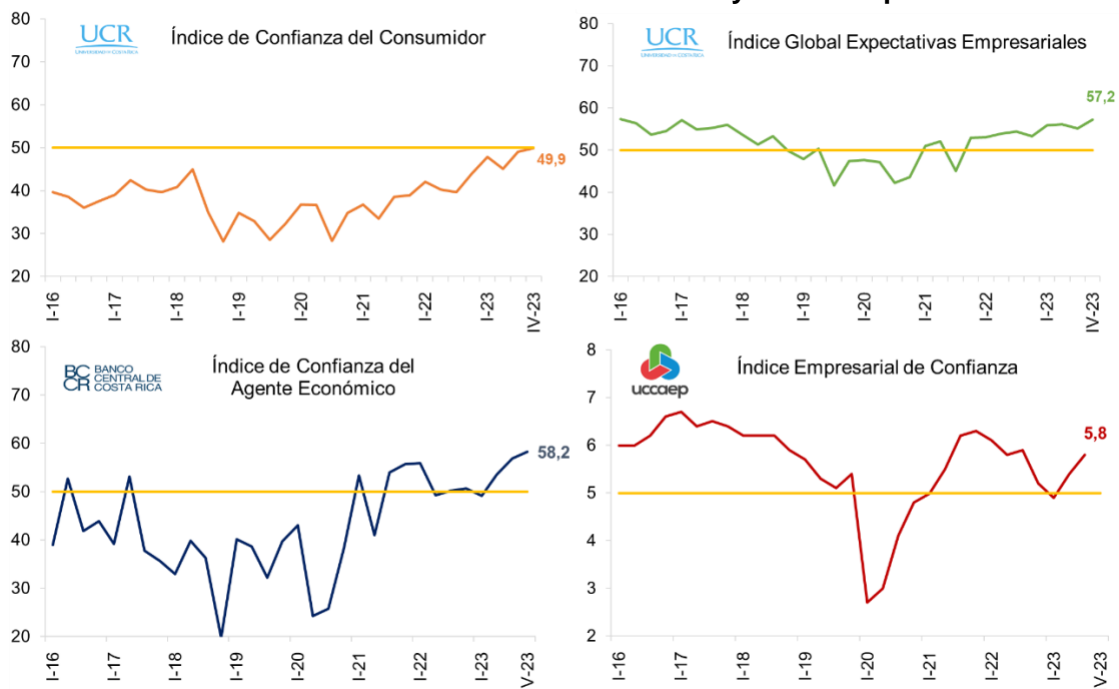
⁴⁰ Personas que tienen secundaria completa o incompleta.

La confianza de consumidores y empresarios mejora, de forma congruente con el buen desempeño de la producción, el aumento en el ingreso disponible y la disipación de los choques externos.

En el cuarto trimestre del 2023 el Índice de Confianza del Consumidor elaborado por la Universidad de Costa Rica aumentó 0,9 p.p. y 5,9 p.p. con respecto al trimestre anterior y al mismo periodo de un año atrás, respectivamente, con lo cual mantuvo la tendencia al alza observada desde la segunda mitad del 2020 (Gráfico 14). Particularmente, en este trimestre los consumidores manifestaron una mejor percepción tanto sobre las condiciones económicas actuales como las futuras.

De forma coherente con esos resultados, el Índice de Confianza del Agente Económico calculado por el BCCR⁴¹ se ubicó en 58,2 puntos, y acumuló tres trimestres consecutivos al alza.

Gráfico 14. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios¹



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

En el caso de los empresarios, tanto el Índice Global de Expectativas Empresariales de la UCR como el Índice Empresarial de Confianza de la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (Uccaep) presentaron incrementos de 2,1 puntos y 0,4 puntos respectivamente, lo que sugiere un mayor optimismo sobre la contratación de empleo por parte de los productores en los próximos meses.

⁴¹ Los encuestados son académicos vinculados al área económica, analistas financieros, consultores en temas económicos o financieros y empresarios.

La evolución de estos indicadores es coherente con una economía que ha mostrado un mayor dinamismo de la producción, un menor desempleo y una recuperación del ingreso disponible. Además, otros factores como la disipación de los choques externos y la consolidación fiscal pueden haber incidido positivamente sobre las perspectivas de consumidores y empresarios.

Al término del 2023 el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 1,4% del PIB, lo cual significó una disminución de 2,3 p.p. con respecto al año previo.

El menor déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos ocurre, principalmente, por la reducción en la brecha negativa en la cuenta de bienes y las mayores exportaciones netas de servicios, movimientos que fueron parcialmente compensados por el aumento en los egresos netos por la retribución a los factores productivos⁴² (Cuadro 1).

El comercio de bienes y servicios con el resto del mundo generó un superávit equivalente a 5,6% del PIB (2,8% un año antes), impulsado por un incremento de las exportaciones (15,0%) superior al de las importaciones (5,3%).

Las exportaciones de bienes mantuvieron su alto desempeño, con un incremento de 13,0%, superior al del año previo. Como ha sido usual en los últimos periodos, el comportamiento de dicha variable fue diferenciado según los distintos regímenes de comercio. Las exportaciones de los regímenes especiales crecieron interanualmente 21,2% (15,4% en el 2022), impulsadas en especial por las ventas externas de implementos médicos (válvulas cardiovasculares y catéteres), mientras que las ventas del régimen definitivo moderaron su ritmo de crecimiento (de 4,0% en el 2022 a 1,9% en el 2023)⁴³.

Las importaciones de bienes desaceleraron, al pasar de un crecimiento de 19,1% en el 2022 a 3,6% en el 2023. Al desagregar este resultado por tipo de régimen, destaca la contracción, dentro del régimen definitivo, de la factura petrolera⁴⁴ y las compras de materias primas (sin hidrocarburos), movimientos que fueron compensados por las mayores importaciones de bienes de consumo, coherente con la apreciación del colón.

La cuenta de servicios generó un superávit de 10,9% del PIB como resultado del continuo incremento en los ingresos por turismo y del resto de los servicios, en especial los de apoyo empresarial y de informática e información. Cabe señalar que, aunque la cuenta de viajes registró un ingreso de divisas por turismo receptivo superior al del 2019 (previo a la pandemia), el resultado neto fue inferior al observado en ese año debido a las

⁴² Principalmente por el rendimiento de la inversión directa y los intereses de los préstamos externos y de la inversión de cartera.

⁴³ Esto último determinado, fundamentalmente, por la caída en las ventas de bienes agroindustriales y manufacturados (café, carne y productos de caucho), toda vez que las de productos agrícolas crecieron 11,6% (el año previo su variación fue cercana a cero).

⁴⁴ La caída en la factura petrolera (3,8%) es explicada por la disminución en el precio medio de la mezcla del producto terminado (15,7%), toda vez que la cantidad de barriles importados aumentó 14,2%. De este incremento, cerca de un millón de barriles fueron utilizados para la generación eléctrica con fuentes térmicas.

mayores salidas de divisas por viajes al exterior⁴⁵.

Por último, los egresos netos por la retribución a los factores productivos representaron 7,6% del PIB (7,4% del PIB en el 2022), fundamentalmente por la renta de la inversión directa (reinversión de utilidades y repatriación de dividendos). Los intereses de la deuda pública externa crecieron en este mismo lapso, comportamiento coherente con el mayor nivel de endeudamiento del país y las tasas de interés internacionales más altas.

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	2022	2023	2022	2023
Cuenta corriente	-2 588	-1 172	-3,7	-1,4
Bienes	-5 935	-4 600	-8,6	-5,3
Exportaciones FOB	16 646	18 802	24,0	21,7
Importaciones CIF	22 581	23 403	32,6	27,1
Hidrocarburos	2 513	2 418	3,6	2,8
Servicios	7 907	9 469	11,4	10,9
Viajes	2 329	2 852	3,4	3,3
Resto	5 578	6 617	8,1	7,6
Ingreso Primario	-5 129	-6 608	-7,4	-7,6
Intereses de la deuda pública externa	-918	-1 177	-1,3	-1,4
Resto del ingreso primario	-4 211	-5 431	-6,1	-6,3
Ingreso Secundario	570	567	0,8	0,7
Cuenta de Capital	20	21	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-2 567	-1 152	-3,7	-1,3
Cuenta financiera	-4 370	-5 689	-6,3	-6,6
Sector Público	-1 683	-2 304	-2,4	-2,7
Sector Privado	-2 686	-3 385	-3,9	-3,9
Pasivos de Inversión Directa	-3 673	-3 897	-5,3	-4,5
Activos de Reserva	1 803	4 537	2,6	5,2
Saldo de Activos de Reserva	8 554	13 225	12,4	15,3

Cifras preliminares al 2023.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el 2023 Costa Rica recibió financiamiento externo equivalente a 6,6% del PIB, superior al registrado el año anterior, y suficiente para financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciar una acumulación de activos de reserva.

Los flujos de ahorro externo neto hacia el sector privado representaron 3,9% del PIB y, como ha sido característico en los últimos años, el componente más representativo fue la inversión directa, que ascendió a 4,5% del PIB. Esta inversión fue canalizada principalmente a la industria manufacturera, en particular a empresas de implementos

⁴⁵ Estos egresos mostraron un crecimiento con respecto al año previo de 53,5% y de 103,0% en relación con el valor medio registrado en el quinquenio que finalizó en el 2022.

médicos y de alta tecnología. Destacaron, también, las inversiones vinculadas al desarrollo de proyectos en la actividad de turismo ubicados en el Pacífico Norte.

El sector público recibió financiamiento externo neto por 2,7% del PIB (2,4% del PIB un año antes). Dichos recursos responden, en mayor medida, a desembolsos de deuda externa cercanos a 4,1% del PIB, en parte compensados por las amortizaciones del Gobierno General (1,4% del PIB).

El acceso al ahorro externo, tanto público como privado, permitió financiar la brecha negativa conjunta de las cuentas corriente y de capital, y acumular activos de reserva, cuyo saldo al término de diciembre ascendió a USD 13.225,0 millones (15,3% del PIB)⁴⁶. En este contexto, el indicador de seguimiento de reservas internacionales netas (IR) se ubicó en 134,6%, monto que está dentro del rango que se considera adecuado según la metodología ARA del FMI⁴⁷. En relación con otros indicadores de reservas, este monto equivale a 8,5 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 2,2 veces de la deuda externa total de corto plazo del país.

En el 2023 las finanzas públicas mostraron un comportamiento coherente con una trayectoria hacia la consolidación fiscal a mediano plazo.

A noviembre, el Gobierno Central generó un superávit primario equivalente a 1,8%⁴⁸ del PIB y un déficit financiero de 2,5% del PIB, desde 2,2% y -2,0%, en el orden respectivo, el año anterior. El deterioro responde principalmente al efecto de la incorporación en el 2022 de ingresos extraordinarios no tributarios (0,4% del PIB del 2022)⁴⁹; no obstante, también captura el efecto neto negativo que generó sobre el déficit financiero la apreciación de la moneda nacional y el crecimiento del gasto por intereses (Gráficos 15.A y 15.B).

Los ingresos tributarios acumulados a dicho mes crecieron 2,6% y representaron 12,1% del PIB (12,4% del PIB un año atrás). Este incremento, si bien fue modesto en comparación con igual lapso del año previo (15,1%), fue superior a la variación del gasto primario (0,3%), que continuó muy por debajo del promedio de los últimos 16 años (11%) debido, principalmente, a la aplicación de la regla fiscal.

⁴⁶ Dicha relación, así como la observada en el 2007, es la más alta registrada en esta serie.

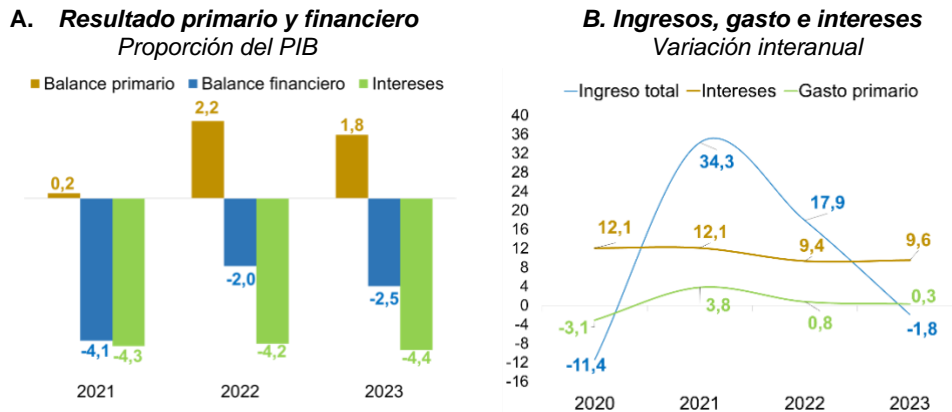
⁴⁷ Méndez, Esteban. Indicador para el seguimiento del saldo de reservas internacionales netas (RIN) para Costa Rica (Nota Técnica N.º 02 | 2023). La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 4 del acta de la sesión 6110-2023, celebrada el 9 de marzo del 2023, definió el indicador de seguimiento para las reservas internacionales (IR) como la relación porcentual entre el saldo de RIN observado con respecto al adecuado. Más información [aquí](#).

⁴⁸ La meta evaluativa pactada con el FMI para el resultado primario fue de 1,3% del PIB y para la relación de deuda a PIB de 65,6% en el 2023, mientras que en la ley 10.332 (Ley para autorizar la emisión de títulos valores en el mercado internacional), se estableció como meta para el balance primario 1,15% del PIB y 5,1% del PIB en el pago de intereses.

⁴⁹ Los ingresos no tributarios consideraron ¢201.457 millones (0,45% del PIB del 2022) a diciembre del 2022, de recursos extraordinarios registrados por transferencias asociadas a la aplicación de la Ley de Fortalecimiento del Control Presupuestario de los Órganos Desconcentrados del Gobierno Central (Ley 9524) y del artículo 35 del reglamento de dicha Ley.

Gráfico 15. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses

Cifras a noviembre de cada año



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

En la desaceleración de los ingresos influyó el impacto cambiario experimentado en la recaudación proveniente de aduanas⁵⁰ y el menor crecimiento por concepto de ingresos y utilidades, y de valor agregado⁵¹.

Por su parte, el resultado del gasto primario se asocia a la contención de sus principales rubros: remuneraciones, transferencias corrientes y gastos de capital. No obstante, el gasto total creció 2,7% debido al pago de intereses, rubro que creció 9,6% (9,4% en el 2022) y representó 4,4% del PIB. Esta cifra equivale a 32,3% del total de ingresos registrados a noviembre (29% en el mismo periodo del año anterior).

La generación de un superávit primario redujo los requerimientos de financiamiento del Gobierno y permitió que la deuda creciera a un ritmo menor que el PIB nominal, lo que se tradujo en una reducción de esa razón de 1,5 p.p. en el 2023 con respecto al dato registrado al término del 2022⁵² (Gráfico 16.A). A noviembre del 2023 el saldo de la deuda aumentó 2,7%, valor que es inferior tanto en comparación con el año pasado como con el promedio registrado en el periodo 2009-2023 (14,4%) (Gráfico 16.B).

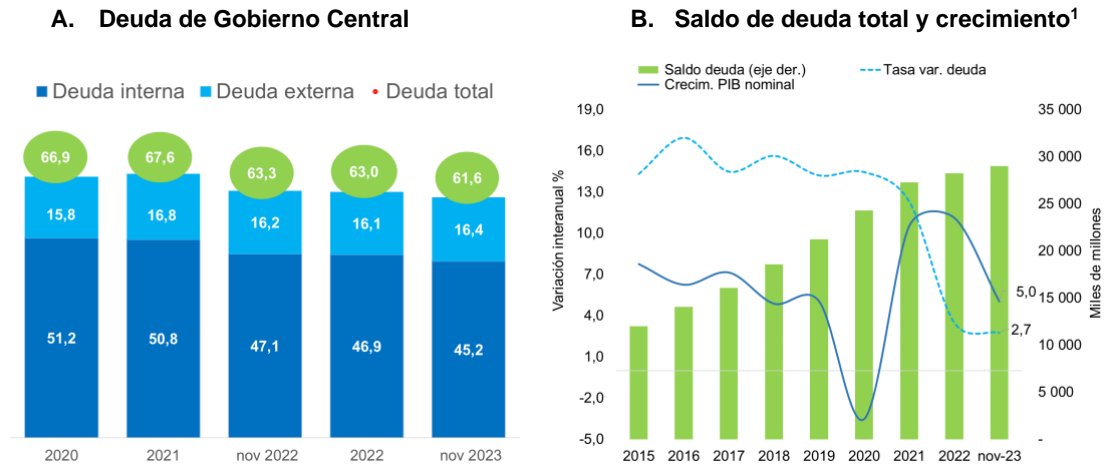
⁵⁰ Según estimaciones del BCCR a noviembre del 2023, la apreciación del colón redujo los ingresos en 0,50 p.p. del PIB, especialmente por el efecto de la colonización de los impuestos aduaneros, y en 0,28 p.p. del PIB los gastos por intereses denominados en moneda extranjera, por lo que tuvo un efecto neto negativo en el resultado financiero del Gobierno Central en torno a ¢105.500 millones (0,22 p.p. del PIB).

⁵¹ La caída en los ingresos de aduanas fue de 7,5% (+16,7% en noviembre del 2022) y el crecimiento en renta e IVA fue de 1,6% y 5,8%, en ese orden (18,8% y 14% en el mismo periodo un año atrás, respectivamente).

⁵² También es necesario considerar el impacto por la apreciación de la moneda nacional.

Gráfico 16. Gobierno Central: saldo de deuda total

Como proporción del PIB, miles de millones de colones y tasas de variación



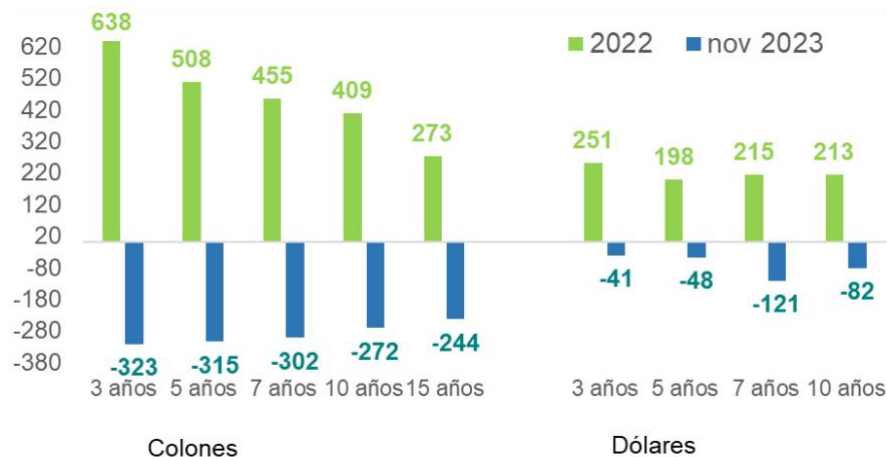
¹Para todos los años, corresponde a la variación del PIB nominal anual.

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

Por último, cabe mencionar que la consolidación fiscal ha contribuido a la mejora en la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones, lo cual se manifestó en una reducción en las tasas de interés asignadas durante los primeros once meses del 2023; el ajuste a la baja fue de entre 244 y 323 p.b. para todos los plazos en colones y entre 41 y 121 p.b. en moneda extranjera, tomando como referencia los rendimientos asignados entre diciembre del 2022 y noviembre pasado (Gráfico 17).

Gráfico 17. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central

En puntos base



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

1.3 Condiciones monetarias

El Banco Central estima que el comportamiento de los agregados monetarios en el cuarto trimestre del 2023 no generará presiones inflacionarias que excedan la meta de inflación en los próximos 24 meses. Asimismo, a pesar de un premio en colones que se mantiene en torno a cero, no hay evidencia definitiva de una mayor dolarización relativa del ahorro financiero⁵³.

Al término de diciembre del 2023 la base monetaria aumentó 1,6% con respecto al cierre de setiembre de ese mismo año (3,6% comparado con diciembre del 2022), variación determinada por la expansión monetaria resultante, principalmente, de la compra neta de dólares efectuada por el BCCR en el mercado cambiario, la disminución de los depósitos del Gobierno en colones y el pago de intereses sobre las operaciones de mercado abierto.

Estos movimientos fueron parcialmente compensados por el aumento en los depósitos de los intermediarios financieros en el MIL y la colocación neta de instrumentos de captación a plazo (bonos de estabilización monetaria y depósitos electrónicos a plazo).

El ahorro financiero, aproximado por los agregados monetarios amplios, mostró al término de diciembre del 2023 tasas de variación coherentes con el crecimiento de la actividad económica y la meta de inflación, por lo cual se estima que su comportamiento no incubó presiones inflacionarias por encima de la meta.

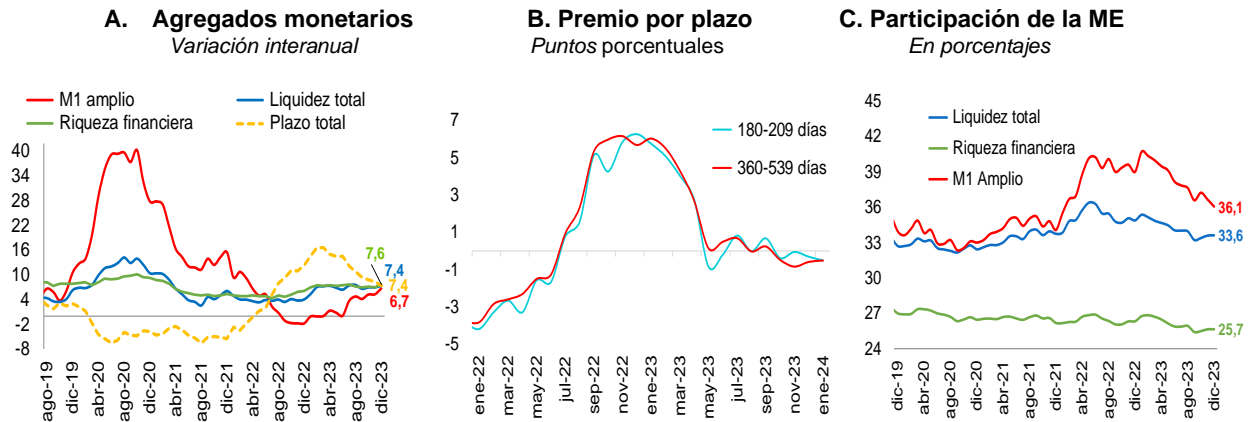
La liquidez total y la riqueza financiera crecieron a una tasa anual en torno a 7,5%, en promedio, en tanto que el medio circulante (M1) amplio se aceleró (de 0,1% en junio a 6,7% a finales de diciembre) y señaló una mayor preferencia de los ahorrantes por depósitos altamente líquidos en colones, en detrimento de los depósitos a plazo, cuyo crecimiento pasó de 17,6% en junio a 5,7% en diciembre. Este comportamiento es consecuente con el menor costo de oportunidad de mantener instrumentos con bajo o nulo rendimiento, dada la reducción de las tasas de interés pasivas en colones⁵⁴ (Gráfico 18.A).

Esa disminución de las tasas de interés pasivas en colones, junto con la relativa estabilidad en las tasas pasivas en dólares y el comportamiento de las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), redujo el premio por ahorrar en moneda nacional y lo ubicó en valores cercanos a cero (entre -31 y -58 p.b.) al finalizar diciembre (Gráfico 18.B). A pesar de este comportamiento, no hay evidencia definitiva de un aumento en la dolarización relativa del ahorro financiero (Gráfico 18.C).

⁵³ Según información del BCCR y de los intermediarios financieros (preliminar) al 30 de diciembre del 2023. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y del crédito al sector privado excluyen el efecto de la variación en el tipo de cambio.

⁵⁴ Las reducciones de la TPM en el 2023 (300 p.b.) se transmitieron de forma diferenciada a las tasas de interés del sistema financiero; la disminución ha sido más marcada en las tasas pasivas.

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado en moneda extranjera continúa dinámico y es foco de atención.

Al finalizar el cuarto trimestre del 2023, el crédito al sector privado (CSP) creció a una tasa anual de 6,7% (6,1% un año antes), con un impulso notorio de las operaciones en moneda extranjera, cuya tasa se ubicó en torno a 11% (Gráfico 19.A). Este comportamiento ubicó la participación relativa de la moneda extranjera en la cartera total en 32,8% al término del período en comentario, 1,3 y 0,4 p.p. por encima de lo registrado un año atrás y en el trimestre previo (Gráfico 19.B).

Según las fuentes y usos de recursos, el crédito en moneda nacional fue atendido mayoritariamente con captación del público⁵⁵, mientras que el denominado en moneda extranjera se financió, principalmente, con la captación en dólares y, en menor medida, con la reducción en el saldo de activos externos del sistema financiero.

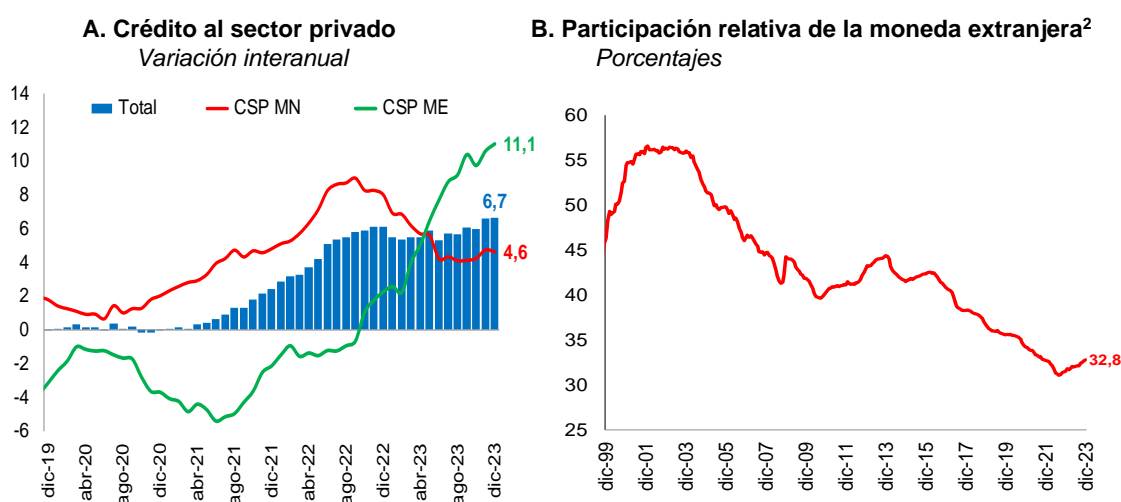
La mayor demanda de crédito en dólares ha sido consecuente con el encarecimiento relativo del crédito en colones. Al término de diciembre, aunque la tasa activa promedio ponderada en colones del sistema financiero disminuyó con respecto al trimestre previo, el comportamiento de las tasas activas en dólares y la evolución de las expectativas de variación cambiaria (mercado), llevó a que el costo en exceso por endeudarse en colones fuera positivo y se ubicara en 191 puntos base.

El aumento de la participación del componente en moneda extranjera dentro del CSP puede aumentar la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario. Sin embargo, en

⁵⁵ Parte de las captaciones en colones se usaron para la compra de títulos del BCCR.

el 2023 disminuyó la proporción del crédito en moneda extranjera otorgado a deudores con exposición cambiaria (de 61,0% en noviembre del 2022 a 58,4% un año después)⁵⁶.

Gráfico 19. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera¹



¹Cifras sin efecto cambiario.

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según actividades, el 61%⁵⁷ del crédito continúa concentrado en consumo y vivienda lo que aumenta la exposición del sistema financiero y limita el financiamiento a otras actividades.

Pese a lo anterior, la morosidad del Sistema Bancario Nacional (SBN) es relativamente estable: en noviembre del 2023 el indicador de mora regulatoria de la cartera crediticia (morosidad mayor a 90 días o en cobro judicial) se ubicó en 2,0% (2,2% un año atrás) y

⁵⁶ Según el Reglamento sobre Administración Integral de Riesgos (Acuerdo Sugef 2-10), a partir de enero del 2023 el deudor de un crédito en moneda extranjera califica como “sin exposición a riesgo cambiario” si dispone de una cobertura natural o financiera contra ese riesgo, que debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito. La cobertura natural ocurre cuando el deudor tiene un flujo regular de ingresos en la misma moneda de la(s) operación(es), en tanto que la financiera es cuando dispone de un derivado financiero para cubrirla.

⁵⁷ En octubre del 2023 el crédito en colones se concentró en las actividades de consumo (41,6%) y vivienda (30,4%), mientras que en dólares en vivienda (27,5%), servicios (21,7%) y comercio (13,6%). Cabe destacar que, aunque la tasa de interés en colones para actividades inmobiliarias fue inferior a la observada en periodos previos, el crecimiento del crédito de vivienda desaceleró, al pasar de 9,3% en octubre del 2022 (tasa anual) a 2,1% un año después.

el de la mora amplia, (que incluye la mora regulatoria, los créditos liquidados y los bienes recuperados) fue 11,5% en diciembre del 2023 (11,7% en igual mes del 2022)⁵⁸.

1.4 Inflación

Durante el cuarto trimestre del 2023, al igual que en el previo, la inflación general interanual fue negativa (deflación), aunque en tres de los últimos cuatro meses de ese año la variación mensual fue positiva. Por su parte, la inflación subyacente interanual continuó en valores positivos, aunque inferiores al 1,0%.

En diciembre del 2023, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en -1,8% y el promedio de los indicadores de inflación subyacente⁵⁹ en 0,2% (Gráfico 20.A), ambos por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta establecida por el BCCR (3,0% ± 1 p.p.). En el cuarto trimestre, el promedio interanual de esos indicadores fue de -1,6% y 0,4% en ese orden (-2,6% y 0,6% en el trimestre previo)⁶⁰.

Al igual que en el tercer trimestre, en el cuarto trimestre los precios de los servicios mostraron una variación interanual positiva y los de los bienes disminuyeron. Particularmente, en diciembre el subíndice de servicios creció 1,8% (interanual) mientras que el de bienes disminuyó 4,6%, con lo cual su contribución a la inflación interanual de ese mes fue de 0,8 p.p. y -2,6 p.p., respectivamente (Gráfico 20.B).

La pérdida de participación relativa del gasto en bienes dentro del costo total de la canasta del IPC refleja la moderación y posterior reducción en los precios de los alimentos, que pasaron de una variación promedio de -2,4% interanual en el tercer trimestre del 2023 a -5,1% en el siguiente⁶¹.

Además, influyó la caída promedio interanual de 6,9% en el precio de los combustibles, aunque esta fue menor a la observada en el trimestre previo (-28,6%). En diciembre los alimentos y combustibles presentaron variaciones interanuales de -5,5% y -7,7%, en ese orden (Gráfico 20.C).

La disminución en el precio de los combustibles determinó en mayor medida la caída de 1,2% en la inflación interanual del componente regulado del IPC durante el cuarto trimestre del 2023⁶² (reducción de 12,8% en el anterior), mientras que la deflación del

⁵⁸ El indicador de mora amplia se ubicó en febrero del 2020 (mes previo a la declaratoria de la pandemia en Costa Rica) en 11,3%.

⁵⁹ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda sobre las cuales tiene efecto la política monetaria. Corresponde al promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad, exclusión fija de precios de bienes agrícolas y combustibles, reponderación por volatilidad, reponderación por persistencia de los cambios en los precios y media truncada. Al respecto, ver [nota técnica](#).

⁶⁰ En términos acumulados, la inflación general del cuarto trimestre del 2023 fue de -0,02% en tanto que la del trimestre previo se ubicó en -0,24%, lo que denota una aceleración de la inflación general, aunque aún en terreno negativo. En línea con lo anterior, de las variaciones mensuales de inflación del lapso setiembre-diciembre del 2023, tres fueron positivas, lo que llevó a que en ese cuatrimestre la inflación acumulada fuera positiva (0,1%).

⁶¹ Los precios de los alimentos crecieron a una tasa interanual promedio de 15,2% y 7,3% en el primer y segundo trimestres del 2023.

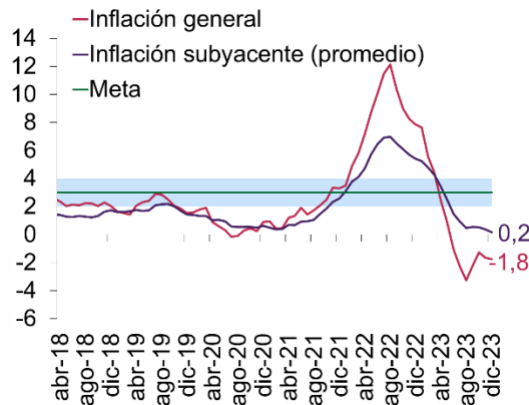
⁶² En la reducción observada, los combustibles contribuyeron con 0,4 p.p.

componente no regulado se asoció con la disminución del precio de los alimentos. En diciembre ambos componentes presentaron tasas de variación interanual negativas (Gráfico 20.D).

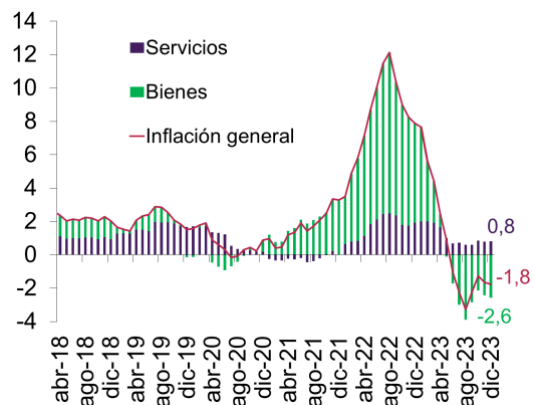
Gráfico 20. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes y puntos porcentuales.

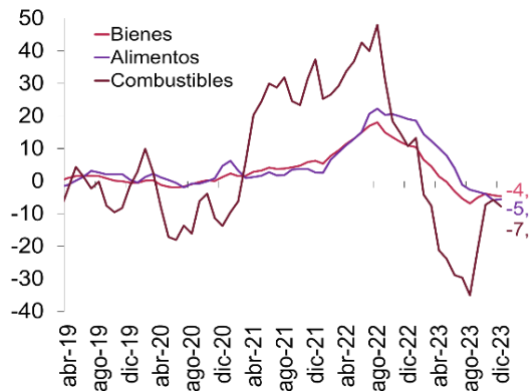
A. Inflación general y subyacente (porcentajes)



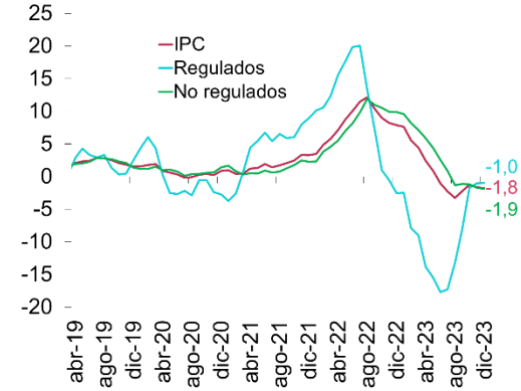
B. Contribución de la inflación de bienes y servicios a la inflación general (p.p.)



C. IPC: Bienes, alimentos y combustibles (porcentajes)



D. IPC: componentes regulado y no regulado (porcentajes)



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

La reducción de la inflación, con valores negativos desde junio del 2023, ha estado determinada, en mayor medida, por la reversión de los choques de oferta externos y la política monetaria restrictiva.

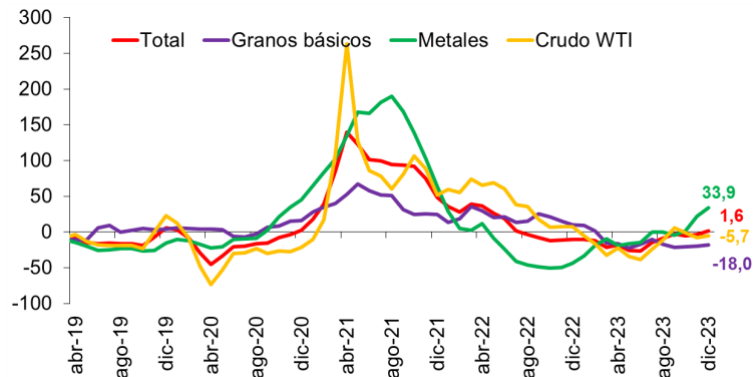
Si bien la inflación del cuarto trimestre del 2023 fue negativa, las presiones deflacionarias disminuyeron con respecto al trimestre previo. Este comportamiento ha estado influido por la disipación de los choques de oferta externos que impulsaron la inflación en el 2022 y se ha manifestado en reducciones del precio de hidrocarburos, de los granos básicos y de servicios de transporte marítimo en el mercado internacional

En el ámbito local, lo anterior se ha reflejado en el índice de materias primas importadas, que registra desde agosto del año pasado variaciones interanuales negativas (Gráfico 21).

En el cuarto trimestre del 2023 dicho índice disminuyó en promedio 2,3%⁶³; en particular, los precios de los granos básicos bajaron 19,8% (caída de 16,6%⁶⁴ en el trimestre previo), en tanto que el precio del crudo WTI disminuyó 5,0% y 9,9% en esos periodos. Por otra parte, el precio promedio del transporte por contenedor se redujo 88% entre setiembre del 2021 y diciembre del 2023 (de USD 10.866 a USD 1.288)⁶⁵.

Gráfico 21. Precios de materias primas importadas¹

Variación interanual, en porcentajes



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

La reversión de choques de oferta de origen externo también ha influido en el Índice de Precios del Productor de la Manufactura (IPP-MAN), indicador que se ha desacelerado desde el segundo semestre del 2022⁶⁶ (Gráfico 22.A).

En el cuarto trimestre del 2023 ese comportamiento continuó, con una variación interanual promedio de -5,4% (-5,1% en el anterior), lo que sugiere una menor presión por empuje de costos sobre los indicadores de inflación al consumidor final. Al desagregar este indicador por tipo de bien, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que podría

⁶³ Entre julio del 2022 y diciembre del 2023 ese índice disminuyó en promedio 10,7.

⁶⁴ El Índice de precios de los alimentos de la FAO presentó una caída interanual promedio de 10,6% en el cuarto trimestre del 2023 (-11,3% en el trimestre previo).

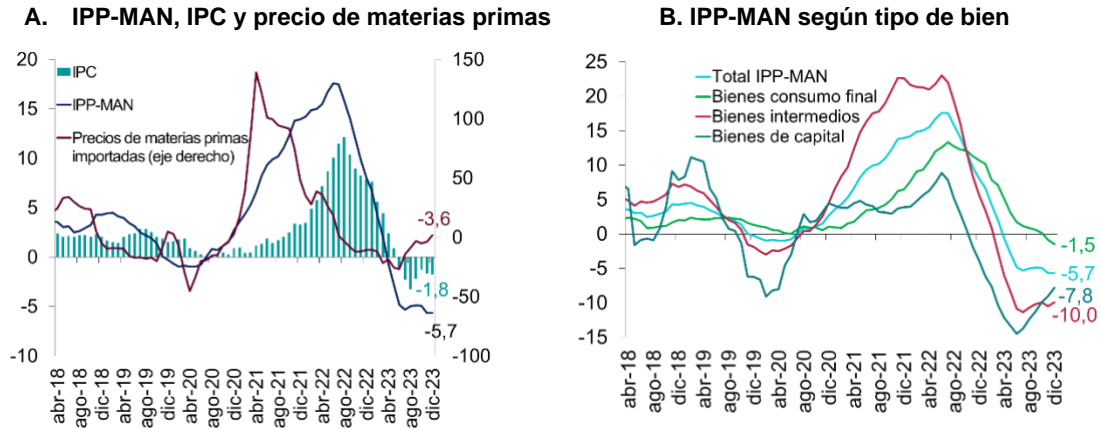
⁶⁵ Sin embargo, es importante señalar que este precio aumentó desde USD 1.341 registrado el 29 de diciembre pasado a USD 2,613 al 12 de enero del año en curso (un incremento cercano al 95%), situación propiciada por las tensiones geopolíticas en el mar Rojo.

⁶⁶ La desaceleración del IPP-MAN se manifestó con mayor intensidad en su componente no alimenticio que en el alimenticio, con una variación interanual en diciembre del 2023 de -7,5% y -4,3% en ese orden, desde tasas de 18,0% y 17,1% en julio del 2022 respectivamente.

tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC, creció en diciembre a una tasa interanual de -1,5% (10,7% en diciembre del 2022)⁶⁷ (Gráfico 22.B).

Gráfico 22. Precios del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

- El efecto acumulado de la política monetaria restrictiva, a pesar de la reducción en la TPM aplicada entre marzo y diciembre del 2023 (300 puntos base)⁶⁸.
- El efecto base. El choque inflacionario del 2022, debido al extraordinario incremento en el precio de las materias primas entre el primer y el tercer trimestre del 2022, elevó y mantuvo alto el nivel del IPC en ese periodo. Dado lo anterior, las comparaciones interanuales de este índice en el período comprendido entre febrero y agosto del 2023 tomaron como referencia niveles del IPC inusualmente altos, lo que tendió a magnificar la reducción de la inflación en el 2023.
- La apreciación de la moneda local, dado que reduce las presiones al alza en los precios de los bienes, principalmente de los importados.

Prospectivamente, las expectativas de inflación obtenidas de la encuesta del BCCR dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios, y las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativa de mercado) señalan la reducción de las presiones inflacionarias y en los dos últimos trimestres del 2023 tendieron a ubicarse entre el valor meta de inflación y el límite inferior del rango de tolerancia alrededor de esa meta.

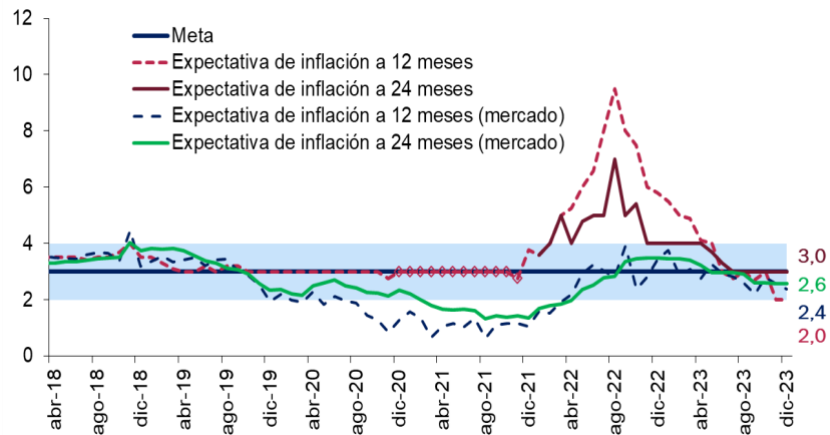
⁶⁷ Sin embargo, su desaceleración es menor en comparación con los precios de bienes intermedios y de capital, que registraron tasas negativas (el primero desde marzo pasado y el segundo desde noviembre del 2022).

⁶⁸ Entre diciembre del 2021 y octubre del 2022 la TPM aumentó en 825 p.b., lo que propició una postura restrictiva de la política monetaria desde noviembre de ese último año, que contribuyó a moderar las presiones de demanda agregada y facilitó la contención de los efectos inflacionarios de segunda ronda.

Al término del 2023, la primera de estas mediciones ubicó la mediana de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses en 2,0% y 3,0% respectivamente, mientras que las expectativas de mercado registraron tasas de 2,4% y 2,6% en esos mismos plazos (Gráfico 23).

Gráfico 23. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹ y mercado

Variación interanual, en porcentajes



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

Recuadro 3. Efecto del tipo de cambio nominal sobre la inflación entre el 2020 y el 2023.

Entre enero y junio del 2022, el tipo de cambio nominal⁶⁹ (TCN) registró una variación de 7,98% (de ₡639,87 a ₡690,96) y en ese mismo periodo la inflación, medida con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), aumentó 6,95% (el nivel del IPC pasó de 103,68 a 110,89).

Posteriormente, de agosto del 2022 a octubre del 2023, el TCN disminuyó 18,71% (de ₡659,15 a ₡535,84 colones) en tanto que la inflación se redujo en 2,96% (el nivel del IPC disminuyó de 113,06 a 109,71).

El estudio de los efectos de TCN en inflación hacen referencia a lo que en la literatura se conoce como el efecto traspaso del tipo de cambio a precios. La literatura económica reciente distingue entre dos tipos de efecto traspaso⁷⁰:

- a) El no condicional, que indica cómo reaccionan los precios ante cambios inesperados en el tipo de cambio nominal.
- b) El condicional⁷¹, que reconoce que un choque en un tercer factor puede tener un efecto directo sobre precios, pero también puede tener un efecto sobre el tipo de cambio.

Por ejemplo, si el precio internacional de los combustibles aumenta, se espera un incremento en la demanda de dólares y, por tanto, en el TCN. Como resultado del aumento del TCN, los precios locales aumentarían. En este caso específico, el efecto de la variación del TCN en los precios se denomina **efecto traspaso condicional** a un choque en el precio internacional de los combustibles.

Una estrategia para estudiar la relación existente entre el TCN y los precios, y con ello el efecto traspaso incondicional y condicional, consiste en utilizar un modelo vectorial-estructural de corrección de errores, metodología que se discute brevemente al final de este recuadro.

Dicho modelo identifica los siguientes factores⁷²: precios internacionales de materias primas (combustibles y granos), la diferencia entre las tasas de política monetaria costarricense y estadounidense, TCN y la actividad económica⁷³. A partir de la estimación de ese modelo es posible examinar cómo responden las variables TCN e inflación ante diferentes choques y extraer una descomposición histórica por factor.

Los gráficos 3.1 (función de impulso respuesta) y 3.2 (descomposición histórica de la inflación) son ejemplos de estos ejercicios.

⁶⁹Medido como el tipo de cambio ponderado por monto en Monex durante el mes correspondiente.

⁷⁰Esta distinción sigue lo propuesto por García-Cicco y García-Schmidt (2020).

⁷¹Una estimación precisa del efecto traspaso condicional es un proceso complejo que requerirá de un análisis más extenso y un modelo econométrico más elaborado del que se presenta en este recuadro.

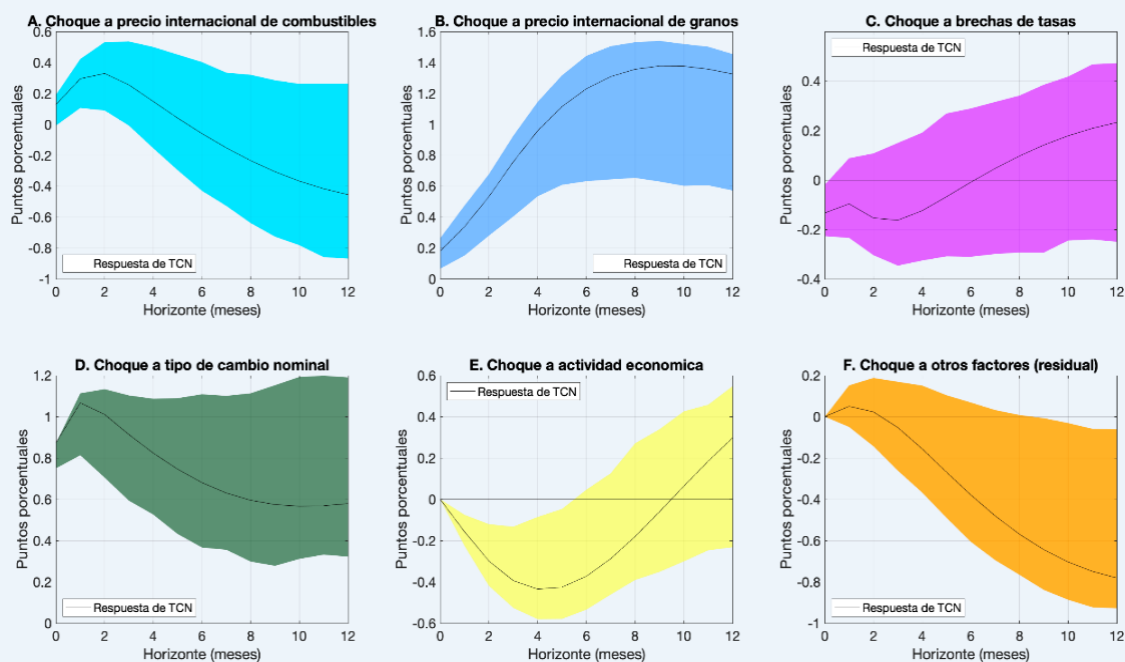
⁷²Esta lista es indicativa de los factores que influyen en el TCN y los precios y no es exhaustiva. Existen otros factores relevantes, entre ellos las expectativas, tanto de inflación como de variación cambiaria.

⁷³Gómez-Rodríguez (2024), documento en proceso. Detalles de la muestra y las variables que se utilizan en el modelo se encuentran en el anexo de este recuadro.

El Gráfico 3.1 muestra que el TCN responde de manera estadísticamente significativa ante choques en diversos factores y esa respuesta es heterogénea, lo que subraya la importancia de estudiar el efecto traspaso condicional y determinar cómo estas respuestas del TCN modifican la magnitud con la que la inflación responde a estos mismos choques.

Gráfico 3.1. Respuesta del TCN a múltiples factores¹

¹Las bandas de confianza son de una desviación estándar estimadas por medio de simulaciones.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.



El efecto de los precios internacionales sobre el TCN (paneles 3.1.A y 3.1.B) es el esperado, ya que estos choques aumentan la demanda de dólares en el mercado y, por ende, presionan el TCN al alza.

Un incremento en la brecha de tasas, a favor del colón, (panel 3.1.C) genera un aumento en la oferta de dólares en el país y una disminución de la demanda de dólares, por lo que el TCN tiende a bajar.

Un incremento en la actividad económica (panel 3.1.E) puede reflejarse como un aumento de la oferta de dólares (entre otros, por pago de servicios, exportaciones y turismo) que tiende a deprimir el TCN.

Por su parte, del Gráfico 3.2 se concluye que la participación de las variaciones no anticipadas del (choques al) TCN nominal en las variaciones de la inflación en los últimos tres años ha sido relativamente pequeña si se le compara con la influencia del resto de variables contempladas en el modelo.

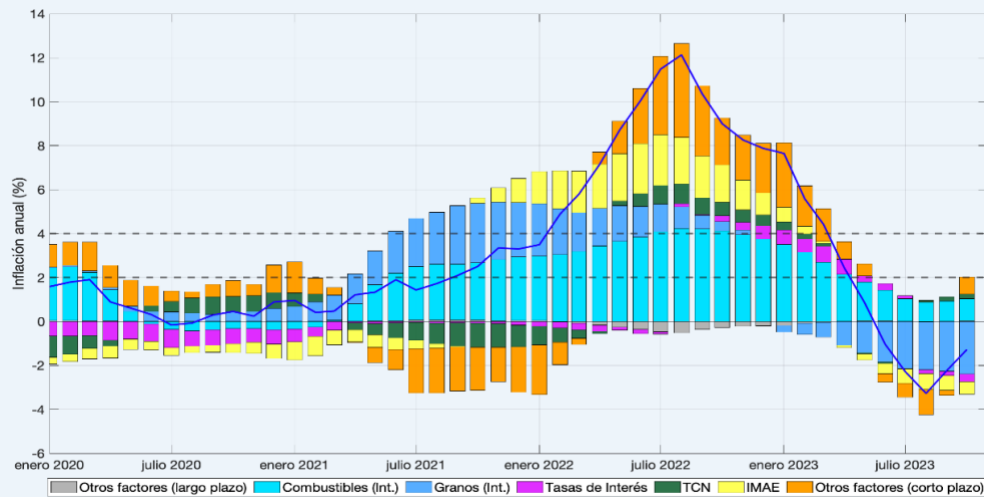
Alrededor de 0,5 p.p. de la inflación a agosto del 2022 (12,13%) se atribuye a los efectos de los movimientos no esperados del TCN. Por otro lado, las variaciones de los precios de materias primas internacionales representaron, en promedio, más de 5 p.p. de la inflación

durante el 2022. Junto con los precios internacionales, la actividad económica, así como otras variables no explícitamente consideradas, tuvieron un aporte cuantioso en la inflación del 2022 y su reducción en el 2023.

Como se mencionó al inicio, además del efecto de choques “puros y directos” en el TCN sobre la inflación, existen variaciones en el tipo de cambio, resultado de choques a otra variable, que también afecta la inflación, esto se denomina efecto traspaso condicional.

Una estimación preliminar del efecto traspaso condicional al precio internacional del petróleo nos indica que si la respuesta de la inflación ante un choque a hidrocarburos es de 1% entonces 0,45 puntos porcentuales fueron causados por la variación respectiva de TCN ante el choque al precio internacional del petróleo⁷⁴.

Gráfico 3.2. Aportes de múltiples factores a la inflación en Costa Rica desde enero del 2020¹



¹Efectos hacia el alza se representan con barras que van hacia arriba y al contrario los que reducen la inflación. La suma de todos los aportes corresponde a la inflación interanual y se representa con la línea de color azul. Estos efectos incluyen el impacto directo en precios de la variable junto con el efecto traspaso condicional a esa variable. Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Estos resultados muestran que el tipo de cambio nominal, como factor, (color verde en el Gráfico 3.2) solo explica una pequeña parte de la inflación en los últimos tres años. Sin embargo, un análisis más profundo del efecto traspaso condicional permitirá develar el efecto que tiene el tipo de cambio nominal sobre la respuesta de la inflación ante choques a factores que afectan ambas variables (TCN e inflación).

⁷⁴Este cálculo consiste en descomponer el choque a esa otra variable que también impacta la inflación en dos: un componente que incide contemporáneamente en las tres variables (tipo de cambio nominal, el índice de precios y esta tercera variable), y otro componente que impacta únicamente a precios y a la otra variable y no al tipo de cambio nominal.

Esta descomposición permite separar aquella parte de la inflación que se debe a la variación cambiaria. La relación que se comenta se interpreta de la siguiente forma: por cada 1% de respuesta de la inflación cuántos puntos porcentuales se relacionan con el tipo de cambio (primer componente).

Consideraciones finales

Entender el proceso por medio del cual el TCN influye en los precios es de suma importancia en el análisis macroeconómico de una economía pequeña y abierta como la costarricense. El efecto de variaciones inesperadas del TCN en el reciente episodio inflacionario y posterior deflación, es relativamente pequeño si se considera únicamente el efecto traspaso incondicional. Por tanto, conviene analizar la dinámica de esta relación en presencia de choques a otras variables para identificar el efecto traspaso condicional, esto aportará elementos para comprender, medir y proyectar la inflación en Costa Rica.

Anexo. Modelo econométrico.

Definimos un vector de variables⁷⁵ con la siguiente estructura:

$$Y_t = [p^{comb.} \quad p^{granos} \quad i^* \quad x \quad y \quad IPC]'_t$$

Las variables del modelo⁷⁶ son el precio internacional de combustibles, precio internacional de granos, un indicador de brecha de tasas (TPM costarricense menos la tasa de EUA), el tipo de cambio nominal, el índice mensual de actividad económica y el índice de precios al consumidor. La muestra comprende el periodo de flotación administrada. Para representar la dinámica el vector Y_t se hace uso de un modelo de vectores autorregresivos: $Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$

Este modelo propone que los valores en el periodo t de las variables en el vector dependen de los rezagos de todas las variables en el vector. Esto se manifiesta por medio de las matrices A_1, A_2, \dots, A_p . Además de un vector de innovaciones (ε_t) que representa el *efecto* en las variables que tuvieron todos los factores que influyen en ellas en el periodo t . A este tipo de especificación se le llama *forma reducida*, ya que solo observamos el *efecto total* de las variaciones (ε_t) mas no se determina la *causa* esa variación.

Para convertir este modelo en uno del tipo estructural es necesario resolver el siguiente sistema: $\varepsilon_t = B \varepsilon_t$

Dónde ε_t representa el vector de los impulsos (también llamados choques) que *causan* las variaciones en ε_t y por ende en Y_t , y B representa una matriz que especifica la relación causa-efecto en el modelo. En este caso estimar la matriz B requiere de resolver d^2 incógnitas (el cuadrado del número de variables), sin embargo, solo se tiene a disposición $\frac{d \cdot (d+1)}{2}$ ecuaciones⁷⁷ que resulta de la factorización de la varianza ε_t dada por $B \cdot B' = S$ (la matriz de varianza de ε_t).

El problema de identificación de estos modelos consiste en cómo generar las ecuaciones restantes. La manera más sencilla, la que se utiliza acá, es mediante la imposición de la condición de que B sea una matriz triangular⁷⁸ e imponer que sus valores por encima de la diagonal principal sean 0. Es esta estructura la que le da importancia al orden de las variables en un modelo como este. Una vez definida la estrategia de identificación estimar el modelo (VAR) y la matriz B se realiza de manera estándar⁷⁹

⁷⁵ Entre otros libros de texto se puede mencionar (Lütkepohl, 2005) como referencia para este tipo de modelos.

⁷⁶ En este modelo se utiliza el logaritmo del nivel de las variables (excepto en tasas de interés) y se modelan las relaciones de largo plazo (cointegración) entre las variables.

⁷⁷ La reducción en el número de ecuaciones se debe a que la matriz S simétrica.

⁷⁸ Este criterio de identificación se le denomina recursiva o de *Cholesky* debido a procedimiento de factorización de matrices definidas positivas. Otras técnicas de identificación se basan en relaciones de largo plazo, signos de las respuestas que se espera de acuerdo con la teoría económica y el uso de variables instrumento.

⁷⁹ Es común, para este tipo de ejercicios, estimar el modelo con diferentes órdenes de las variables lo que les da robustez a los resultados. Se seleccionó la combinación y orden de variables que mostraran funciones de impulso-respuestas estadísticamente significativas para los diferentes factores.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR



CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

La Junta Directiva del BCCR, en las reuniones de política monetaria de diciembre del 2023 y de enero del presente año, redujo el nivel de la TPM en 25 p.b. en cada ocasión, hasta ubicar dicho indicador en 5,75%. Estas decisiones se sustentaron en el análisis del comportamiento reciente de la inflación y de la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la valoración de los riesgos que condicionarían la proyección de inflación.

En el 2023 el sistema financiero nacional mostró una condición holgada de liquidez que se ha mantenido en lo transcurrido de enero del presente año, pero esos excesos han estado contenidos en instrumentos del BCCR, mayoritariamente en operaciones de muy corto plazo en el Mercado integrado de liquidez (MIL).

Esa liquidez se ha originado, en buena medida, en el efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR, la cual se dio en un contexto de un mercado de cambios superavitario. Este resultado ha sido congruente con la evolución de la actividad económica del país, el notable desempeño de las exportaciones de bienes del régimen de zonas francas y el repunte en el turismo receptivo.

2.1. Tasa de política monetaria

En las reuniones de política monetaria de diciembre del 2023 y de enero del 2024, la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM en 25 p.b. en cada ocasión hasta ubicarla en 5,75%.

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

Entre el 15 de marzo del 2023 y el 19 de enero del 2024, la Junta Directiva redujo la TPM en siete ocasiones, por un acumulado de 325 p.b.: 50 en la reunión de política monetaria del 15 de marzo, 100 en la reunión del 20 de abril, 50 en las reuniones del 14 de junio y del 26 de julio y 25 p.b. en las de octubre, diciembre de 2023 y enero de este año.

Dichas reducciones se sustentaron en un análisis del comportamiento de la inflación, de la evolución prevista para esta variable y sus determinantes, así como la valoración de los riesgos existentes, lo cual llevó a la Junta a adoptar una postura monetaria menos restrictiva.

Específicamente, en las decisiones de política monetaria de diciembre del 2023 y de enero del 2024, la Junta consideró, con base en la información disponible a la fecha respectiva, que existía espacio para reducir la TPM, toda vez que los datos evidenciaban una persistencia mayor a la prevista del proceso desinflacionario y las proyecciones

indicaban que esa condición se mantendría incluso durante el primer trimestre del 2024. Sin embargo, dada la existencia de riesgos externos e internos cuya materialización podría desviar el resultado de inflación de la senda antes proyectada, señaló que los cambios en la TPM han de ser graduales y prudentes, para reaccionar oportunamente y en la dirección que corresponda, si las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos así lo requieren. Además, indicó que continuará la senda hacia la neutralidad de la política monetaria en el mediano plazo, siempre y cuando las circunstancias lo permitan.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

Durante el 2023 y en lo transcurrido del 2024 el sistema financiero presentó excedentes de liquidez que el BCCR esterilizó con instrumentos de captación, principalmente en el MIL.

Estos excedentes han aumentado gradualmente en dicho lapso (Gráfico 24.A) como resultado, principalmente, de la compra de divisas efectuada por el BCCR (*USD 3.673 millones en el 2023 y USD 174,3 millones en los primeros 17 días del presente año*⁸⁰), tanto para atender requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB) como para fortalecer el blindaje financiero del país.

Esta expansión monetaria ha sido gestionada mayoritariamente con depósitos en el MIL (posición deudora neta del BCCR en este mercado), toda vez que el saldo de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) creció en *¢775.258 millones*⁸¹ al 14 de enero del presente año con respecto al término del 2022.

Uno de los aspectos que incidió en el comportamiento de los depósitos en el MIL ha sido la disposición tomada por la Junta Directiva del BCCR (acuerdo 6121-2023 del 25 de mayo del 2023) de que las entidades financieras sujetas al requerimiento de reserva de liquidez⁸² deberán constituirlo en depósitos en el MIL a 28 días plazo o más. Si bien esta medida entró a regir en enero del 2024, el traslado gradual de fondos inició en los últimos meses del 2023⁸³

Las tasas de interés de las operaciones en el MIL en colones a un día plazo presentaron en el 2023 y en lo transcurrido de enero del 2024 brechas bajas en relación con la TPM,

⁸⁰ Esos montos corresponden a la compra de divisas con efecto monetario expansivo. El BCCR también adquirió divisas para atender los requerimientos contemporáneos del SPNB (*USD 3.089 millones en el 2023 y USD 155 millones en los primeros 17 días de enero del 2024*).

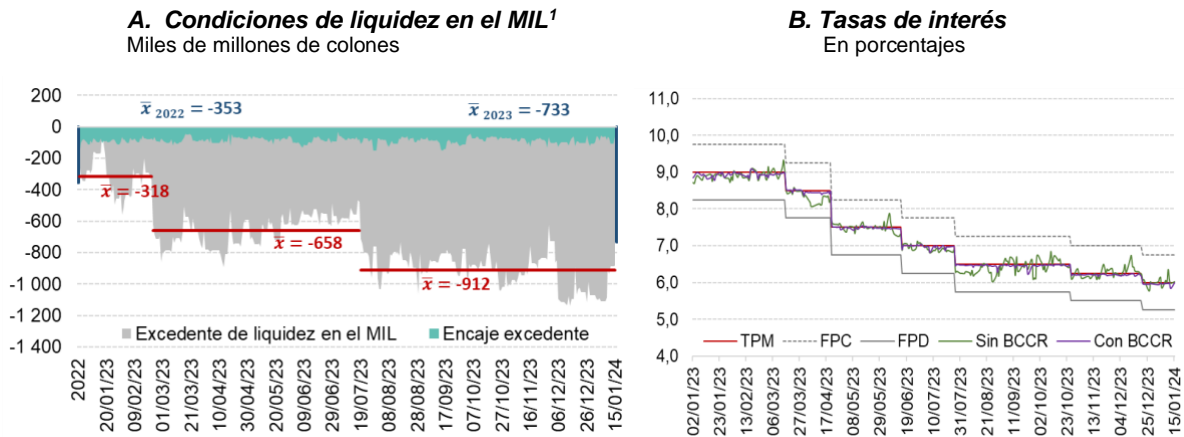
⁸¹ En julio del 2023 el BCCR colocó BEM a 3 y 6 meses con el fin de mejorar la transmisión de los cambios aplicados en la TPM y facilitar referencias al mercado para la valoración de instrumentos financieros. En total se colocaron *¢294.953 millones* en estos instrumentos y el saldo vigente al 15 de enero del 2024 fue de *¢234.165 millones*.

⁸² De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley 7558, las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito que están exentas del encaje mínimo legal deben cumplir con una reserva de liquidez en un porcentaje igual al que aplique para el encaje y en las condiciones que defina la Junta Directiva del BCCR.

⁸³ Parte de los vencimientos de BEM que mantenían estas entidades fue trasladado a depósitos en el MIL en el último trimestre del año, lo cual llevó a que el saldo promedio de estos depósitos pasara de *¢18.689 millones* (entre el 1° de enero y el 24 de octubre del 2023) a *¢127.145 millones* al 15 de enero del presente año.

de 4 p.b. en el indicador que incluye las operaciones en que el BCCR es contraparte y de 5 p.b. en el que excluye dichas operaciones (Gráfico 24.B).

Gráfico 24. Indicadores del MIL en colones



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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

El mercado cambiario mostró a lo largo del 2023 una alta disponibilidad de dólares, que se ha mantenido en lo transcurrido del actual año.

En el 2023 las operaciones del público con los intermediarios cambiarios generaron un superávit de *USD 7.353 millones*, muy superior al registrado en el año previo (*USD 3.706 millones*). Dicho excedente es el resultado de una oferta promedio diaria de divisas del orden de *USD 124,0 millones* y una demanda de *USD 94,5 millones*.

Este comportamiento responde a una mayor liquidación neta de divisas asociadas a operaciones del sector real de la economía, consecuente, entre otros, con la recuperación de la industria de turismo receptivo, la evolución de las exportaciones y la inversión directa⁸⁴.

⁸⁴ Para más detalles, ver el Recuadro 2 “Resultados de la balanza cambiaria para Costa Rica: 2020-2023” del *Informe de Política Monetaria* de julio del 2023.

En este contexto de alta disponibilidad de divisas, el Banco Central participó en el mercado cambiario como demandante neto⁸⁵. En total, realizó compras netas por *USD* 6.801 millones, las cuales le permitieron restituir el monto de RIN utilizado para cubrir los requerimientos del SPNB en años anteriores al 2023 (*USD* 1.656,5 millones), satisfacer las necesidades contemporáneas de dicho sector (*USD* 3.088,7 millones), constituir un monto de *USD* 160 millones para futuras operaciones del SPNB y cubrir operaciones propias por *USD* 1.899,1 millones. Cabe recordar que las reservas internacionales constituyen un seguro que permite a una economía amortiguar el impacto de eventuales choques adversos y, por tal razón, contribuyen a mantener la estabilidad macroeconómica del país.

Aunque en el 2023 el BCCR participó activamente en el mercado cambiario como comprador neto, la disponibilidad de divisas propició una disminución de 12,4% en el tipo de cambio con respecto al año previo (Gráfico 25). El monto neto total adquirido por el BCCR en Monex representó 66,6% del total transado en ese año.

Como resultado de lo anterior, al término del 2023 el acervo de RIN se ubicó en *USD* 13.218,9 millones (*USD* 4.669 millones más que el saldo a diciembre del 2022)⁸⁶, lo que representó 134,6% de su nivel adecuado⁸⁷ y un equivalente a 15,3% del PIB⁸⁸.

En lo transcurrido del 2024 (al 30 de enero) el superávit promedio diario de las operaciones de “ventanillas” (mercado privado de cambios) se ubicó en *USD* 29,6 millones, muy similar al promedio anual de 2023 (*USD* 29,5 millones), lo que mantiene la posición del Banco Central como demandante neto en el Monex en un monto promedio diario de *USD* 22,0 millones (el promedio negociado en ese mercado ha sido de *USD* 36,3 millones).

Con esta participación⁸⁹, el BCCR ha cubierto los requerimientos netos contemporáneos de divisas del resto del SPNB de *USD* 250,9 millones y, además, incrementó en *USD* 106,9 millones el monto para cubrir requerimientos futuros⁹⁰ e incrementó el blindaje financiero en *USD* 204,5 millones⁹¹.

⁸⁵ De acuerdo con los artículos 87 y 89 de la LOBCCR, el BCCR está facultado a participar en este mercado con tres propósitos: i) atender sus requerimientos, ii) gestionar las divisas del SPNB y iii) acotar movimientos abruptos en el tipo de cambio (estabilización).

⁸⁶ Este comportamiento difiere con lo ocurrido entre julio del 2020 y junio del 2022, cuando la participación del BCCR por operaciones cambiarias implicó un uso de reservas, básicamente porque sus compras en Monex para atender el requerimiento del SPNB solo permitieron atenderlos de manera parcial. El cambio en las RIN mencionado incorpora los recursos provenientes de la colocación de títulos del Ministerio de Hacienda en el mercado externo en dos emisiones por un total de *USD* 3.000 millones.

⁸⁷ Según indicador de seguimiento para las reservas internacionales (IR) bajo un régimen cambiario flotante.

⁸⁸ Al 29 de enero del 2024, el saldo de RIN como porcentaje del PIB fue equivalente a 14,7% y representó 140% de su nivel adecuado según la metodología del FMI.

⁸⁹ En adición a compras netas en Monex por un monto total de *USD* 462,2 millones, el BCCR le compró al Ministerio de Hacienda *USD* 100,0 millones.

⁹⁰ Con ello, ese monto ascendió a *USD* 266,9 millones.

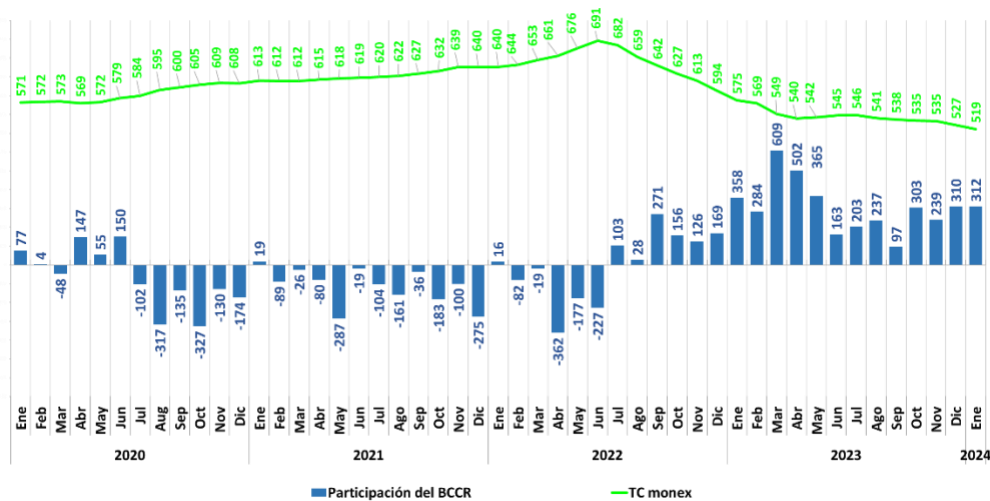
⁹¹ Alcanzó un monto total por este concepto de *USD* 2.103,6 millones, de los cuales *USD* 1.899,1 fueron constituidos en 2023.

Al día 30 de enero de 2024 el tipo de cambio promedio ponderado en Monex se ubicó en ¢ 517,06, lo que significa una variación interanual de -6,8% y acumulada de -1,0% con respecto de finales del 2023.

En este contexto, el índice de tipo de cambio real (ITCER) con ponderadores móviles a noviembre se ubicó en 79,6 (84,5 a finales del 2022). Dado que este es un número índice con base 1997 igual a 100, su valor actual lo que refleja es que el indicador del tipo de cambio real es menor al de su año base; por tanto, ello no debe interpretarse en el sentido de que haya un desvío con respecto a su valor de equilibrio⁹². El Recuadro 4 profundiza sobre los determinantes a largo plazo del tipo de cambio real y presenta el cálculo de la senda de tipo de cambio real de equilibrio.

Gráfico 25. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex y participación del BCCR en el mercado cambiario¹

Millones de USD y colones



¹Incluye la participación neta del BCCR por estabilización, gestión de divisas del SPNB y compras propias.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁹² Un error común es interpretar el valor de 100 como de equilibrio del tipo de cambio real; este solo es un número de referencia que permite inferir los cambios en el nivel del indicador respecto a su año base.

Recuadro 4. Una aproximación del TCRE para Costa Rica, enfoque BEER

El tipo de cambio real (TCR) es un precio relativo fundamental en la economía que contribuye a determinar la asignación de recursos y, de esta forma, el nivel de actividad económica (Frenkel y Rapetti, 2010). Esta variable no observable se aproxima como la razón entre el precio de dos canastas de bienes similares, comerciadas externa e internamente, expresadas en una misma moneda⁹³.

Su dinámica en el mediano plazo responde al comportamiento de sus variables económicas fundamentales, aunque en el corto plazo puede estar influido por choques económicos que lo desvíen del valor coherente con dichos determinantes fundamentales. Estas desviaciones tienden a ser de carácter transitorio e incluyen, por ejemplo, rigideces nominales o rezagos de información que impiden que las brechas en los precios de algunos bienes transables entre las economías no se cierren inmediatamente.

Por otra parte, el TCR de equilibrio (TCRE) se define como aquel nivel del tipo de cambio real que es compatible con los objetivos de balance externo e interno de la economía, así como con un crecimiento económico sostenido (Edwards, 1990). En este contexto, el balance externo se refiere a una situación en la que el déficit de la cuenta corriente puede ser financiado con un nivel sostenible de entradas de capital, mientras que el balance interno se concibe como un estado en el cual el mercado de bienes está en equilibrio y la tasa de desempleo es cercana a la tasa natural.

Puesto que el TCRE es una variable no observable, la literatura empírica propone distintos enfoques metodológicos para obtener una estimación⁹⁴. Alfaro, Sánchez y Sandoval (2024) estimaron la trayectoria del TCRE mediante el enfoque de forma reducida conocido como *Behavioural Equilibrium Exchange Rate* (BEER, por sus siglas en inglés) durante el periodo comprendido entre el primer semestre del 2007 y el cuarto trimestre del 2022, periodo en el que han estado vigentes regímenes de mayor flexibilidad cambiaria en Costa Rica⁹⁵.

De los principales resultados de esa investigación destaca que la trayectoria de equilibrio para Costa Rica es explicada por la evolución de las siguientes variables fundamentales: productividad laboral, gasto de gobierno, posición de inversión internacional, términos de intercambio y la diferencia entre la tasa de interés interna y externa. La relación entre cada una de estas variables y el tipo de cambio real, desde el punto de vista teórico, es la siguiente:

Productividad laboral: incrementos de la productividad laboral (relativa a sus socios comerciales) en el sector transable de la economía incentivan el aumento de la demanda de trabajo en dicho sector y, a la vez, presionan al alza los salarios en el sector no transable (supone la libre movilidad de trabajadores entre el sector transable y no transable); ello eventualmente se traduce en incrementos en el nivel de precios de la economía y genera presiones hacia la apreciación real.

⁹³ En particular, se calcula el índice de tipo de cambio real con ponderadores móviles, su metodología puede consultarse [aquí](#).

⁹⁴ En general, se pueden mencionar los modelos de paridad de poder de compra, modelos de balance macroeconómico y modelos de forma reducida (ver detalles en Caputo y Núñez, 2008).

⁹⁵ Entre octubre del 2006 y enero del 2015 estuvo vigente el esquema de banda cambiaria, en el cual el tipo de cambio podía fluctuar en un rango determinado por el BCCR, cuya amplitud aumentó de forma paulatina. En febrero del 2015 la Junta Directiva del BCCR estableció el régimen de flotación administrada de forma oficial.

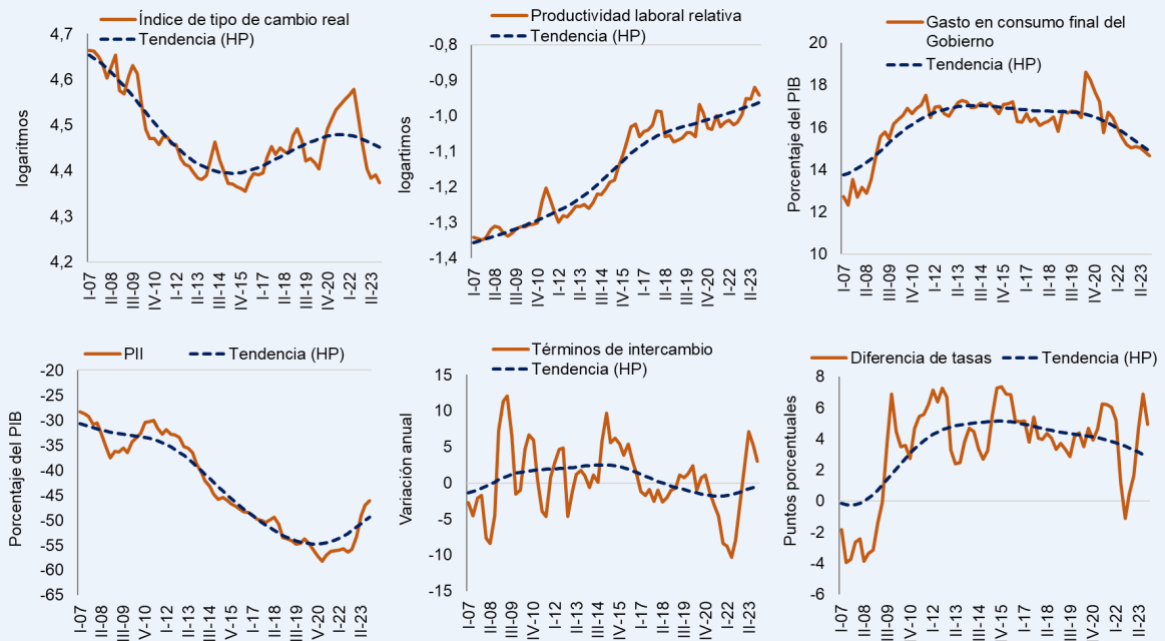
Gasto en consumo del Gobierno: aumentos persistentes en esta variable se traducen en una mayor demanda de bienes no transables en la economía, incrementos en el precio de dichos bienes y presiones hacia la apreciación real.

Posición de inversión internacional (PII): mejoras en la PII (es decir, un menor endeudamiento externo para una economía deudora neta, como la costarricense) implican una menor presión por generar superávits comerciales para financiar los pagos al resto del mundo, lo que conlleva a una menor demanda de divisas y una apreciación real.

Términos internacionales de intercambio (TI)⁹⁶: aumentos en los TI dan lugar a un incremento en el ingreso disponible de la economía, lo que a su vez permite una mayor demanda interna que genera presiones al alza sobre los precios y apreciación real.

Diferencia de tasas reales de interés: cuando la tasa de interés real interna es superior a la tasa real externa hay incentivos para ahorrar en moneda local, lo que estimula la entrada de flujos de capital a la economía local y genera presiones a la apreciación real.

Gráfico 4.1. Índice de tipo de cambio real y variables fundamentales para el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el cuarto del 2022.



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Gráfico 4.1 presenta la trayectoria de estas variables entre el 2007 y el 2023 en Costa Rica.

Como se aprecia, el comportamiento del tipo de cambio real es coherente con las relaciones teóricas antes mencionadas. Particularmente, a partir del 2015 se destaca la aceleración en la productividad relativa del país y después del 2020 se observa una caída en el gasto de consumo de Gobierno como porcentaje del PIB; en ambos casos se esperaría que estos movimientos generen presiones a la apreciación real. Asimismo, una diferencia de tasas de

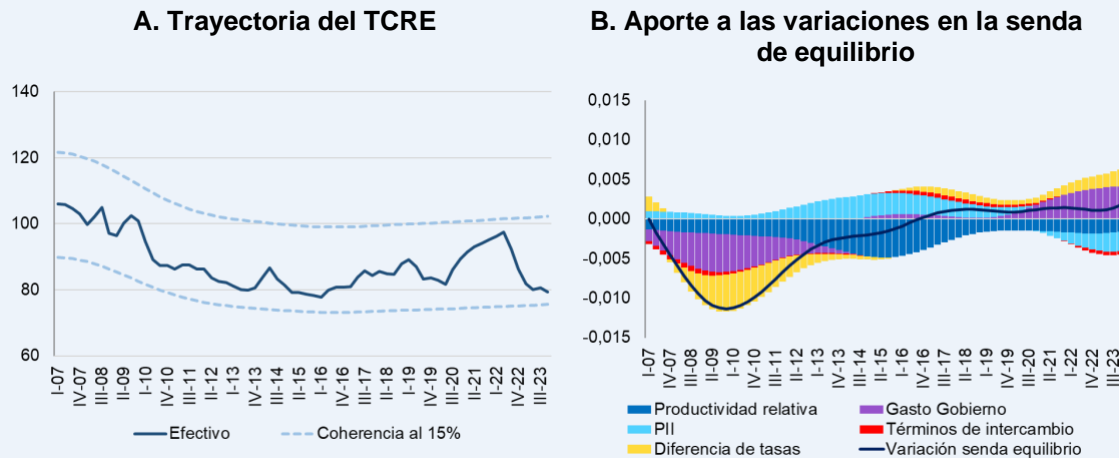
⁹⁶ Definidos como la razón entre el precio de las exportaciones y el de las importaciones.

interés positiva y estable y una razón de PII a PIB que tiende a revertirse generarán también presiones a la apreciación real.

La trayectoria del TCRE se presenta en el Gráfico 4.2.A. Cabe mencionar que, debido a la complejidad e incertidumbre asociada a la estimación de este indicador, en la práctica se estima una zona de coherencia alrededor de este⁹⁷. Si el TCR fluctúa dentro de esa zona puede inferirse que no existen desvíos de esta variable con respecto a la trayectoria que dictan sus variables fundamentales. Para el caso de Costa Rica, con una zona de coherencia del 15%, no se identifican desvíos significativos entre el TCR y sus variables fundamentales, con información al tercer trimestre del 2023.

El Gráfico 4.2.B muestra el aporte de dichas variables fundamentales a cambios en la senda de equilibrio del tipo de cambio real, es decir, el efecto que tiene cada una de estas hacia la apreciación o la depreciación.

Gráfico 4.2 Trayectoria del TCRE y aporte de las variables fundamentales a las variaciones en la senda de equilibrio (I-07 – IV-23)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En síntesis, las mejoras en la productividad laboral y los incrementos en el gasto del Gobierno en el periodo de análisis son las variables fundamentales que tienen mayor importancia para explicar los movimientos a la baja (apreciaciones reales) en la trayectoria de equilibrio del TCRE, principalmente hasta el 2019. Posterior a este año, las mejoras en productividad laboral

⁹⁷ A manera de referencia, Eckstein y Friedman (2011) califican de “bajos e insignificantes” los desvíos inferiores al 5% a finales de 2010 para el caso de Israel. Caputo y Siravegna (2014) realizan estimaciones de desvíos del TCR en el 2021 respecto a sus valores históricos (2000-07) por grupos de economías emergentes de Asia, Europa, América Latina, países exportadores de materias primas y economías avanzadas (G3), en donde la mayoría muestran desvíos positivos superiores al 10% (salvo el G3 que muestra un desvío negativo) y en el caso de los países exportadores de materias primas el desvío superior al 15%, el cual los autores califican de “significativo”. Por su parte, Salazar-Díaz et al (2022) estima desvíos del TCR respecto a su valor de equilibrio para Colombia entre 2000 y 2019 de hasta 20%, aunque señalan que como resultado de la adopción de un esquema cambiario flexible desde el año 2000, el TCR tiende a corregir dichos desvíos y a oscilar en torno a su nivel de equilibrio.

continúan con la generación de presiones hacia la apreciación⁹⁸, mientras que, como resultado de los esfuerzos de contención de gasto público en los últimos años, la absorción fiscal ha pasado a explicar movimientos al alza o depreciaciones reales.

Por otra parte, el deterioro en la posición en inversión internacional ha contribuido también a explicar los cambios al alza (depreciaciones reales); no obstante, en años recientes el nivel de endeudamiento ha tendido a estabilizarse, lo que suaviza esas presiones.

Adicionalmente, la diferencia entre tasas de interés reales ha contribuido en los movimientos a la baja (principalmente en el lapso 2007-2011) como al alza (a partir del 2016) del TCRE.

De igual manera, los términos de intercambio han alternado periodos en los que contribuyen a la apreciación o a la depreciación, influidos por el efecto de choques de precios externos, entre ellos materias primas.

Referencias bibliográficas:

Alfaro-Ureña, A., Sánchez M., y Sandoval, C. (2024). Una aproximación del tipo de cambio real para Costa Rica, enfoque BEER 2007-2022. Nota técnica NT-02-2024. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Alfaro-Ureña, A. y Sandoval, C. (2022). Análisis histórico del tipo de cambio real en Costa Rica. Documento de trabajo 02. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Frenkel, R. y Rapetti, M. (2010). A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America. UMASS Amherst Economics Working Papers 2010-01, University of Massachusetts Amherst, Department of Economics.

Caputo, R. y Núñez, M. (2008). Tipo de cambio real de equilibrio en Chile: enfoques alternativos. Economía Chilena, 11(2), 59-77.

Edwards, S. (1990). Ajuste cambiario y equilibrio macroeconómico en Costa Rica: Lecciones y perspectiva, (pp. 93–126). En: C. González-Vega y E. Camacho (Eds.) Políticas económicas en Costa Rica, Tomo I. Academia de Centroamérica: San José, Costa Rica.

Eckstein, Z. y Friedman, A. (2011). The equilibrium real exchange rate for Israel. In: Bank for International Settlements (ed.). capital Flows, commodity price movements and foreign exchange rate intervention. BIS Papers, Vol. 57. pp. 201-213.

Caputo, R. y Siravegna, M. (2014). RER Appreciation After the Great Recession: Misalignment or Fundamental Correction? Documentos de Trabajo. N° 718. Banco Central de Chile.

Salazar-Díaz, A. et al. (2022). Real Equilibrium Exchange Rate in Colombia: Thousands of VEC Models Approach. Borradores de Economía. N° 1221. Banco de la República de Colombia.

⁹⁸ Este modelo incorpora la productividad laboral de Costa Rica relativa a la de su principal socio comercial, Estados Unidos. Esta variable refleja que, si bien en ambas economías la productividad laboral ha crecido, la brecha entre ellas se ha reducido. Esta mejora en la productividad laboral relativa también se observa al comparar Costa Rica con otros de sus socios comerciales. Es probable que si se empleara un indicador agregado de productividad laboral de socios comerciales la tendencia a la apreciación real podría ser mayor a la estimada en este estudio.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLITICA



CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

A continuación, se presentan las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2024-2025 y los riesgos que condicionan su realización.

Las perspectivas para la economía mundial señalan un crecimiento modesto para el bienio 2024-2025, por debajo de su nivel promedio histórico. Ello se daría en un contexto de inflación a la baja, influida por los efectos de políticas monetarias restrictivas y de una relativa estabilidad en los precios internacionales de las materias primas. A pesar del proceso gradual de disminución de la inflación, su convergencia a los objetivos inflacionarios, al menos en las economías avanzadas, se prevé ocurra hasta en el 2025.

La economía nacional crecería en promedio 4,0% en el lapso 2024-2025, impulsada principalmente por la demanda interna. Por su parte, la inflación general y la subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta en el cuarto trimestre del 2024.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentaría en el bienio con respecto al 2023, pero se mantendría por debajo del promedio de la década previa a la pandemia, con lo cual se mantiene la tendencia secular de reducción del desequilibrio en las transacciones con el resto del mundo que por décadas ha mostrado la economía costarricense. Todo lo anterior como una manifestación del proceso de fortalecimiento de las exportaciones de servicios.

Estas proyecciones están sujetas a riesgos que, de materializarse, podrían desviar la inflación hacia arriba (riesgos al alza) o hacia abajo (riesgos a la baja) con respecto al valor central estimado en este informe. Entre los primeros, destacan la intensificación de los conflictos geopolíticos, en particular, en el Oriente Medio, la fragmentación del comercio mundial y los efectos del cambio climático, mientras que en los segundos sobresalen un eventual crecimiento de la economía mundial inferior a lo previsto y una deflación más extendida de lo pronosticado en este ejercicio.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

El crecimiento mundial seguirá modesto y continuaría por debajo del nivel promedio histórico.

En términos generales, los organismos internacionales prevén un crecimiento mundial moderado en el bienio 2024-2025 (en torno a 3,0% anual), inferior al nivel medio previo a la pandemia (3,8% en el 2000-2019) (Gráfico 26 y Cuadro 2). De acuerdo con el FMI, esto último se explica por las elevadas tasas de política monetaria para combatir la inflación y el retiro del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica.

Para el 2024, el Banco Mundial (BM) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) proyectan un menor crecimiento global con respecto al 2023, comportamiento que estaría influido por la desaceleración en las principales economías,

el relativo bajo dinamismo del comercio internacional, los conflictos geopolíticos y las condiciones financieras restrictivas, que mantienen costos elevados de la deuda principalmente en las economías en vías de desarrollo.

El FMI prevé para este año un crecimiento similar al del 2023, debido a la fortaleza mayor a la esperada en Estados Unidos y en varias economías emergentes, así como el estímulo fiscal en China. Para el 2025, los tres organismos citados estiman una moderada aceleración de la actividad económica mundial.

En lo relativo a las proyecciones para Estados Unidos, principal socio comercial del país, dichos organismos estiman una desaceleración en el 2024, que estaría asociada, en parte, con el efecto rezagado del endurecimiento de la política monetaria, el ajuste presupuestario gradual y la moderación en los mercados laborales, los cuales frenarían la demanda agregada.

La zona del euro aceleraría el crecimiento en el 2024 y aún más en el 2025, hasta superar tasas de incremento de 1,5%, luego de que el aumento en los precios de la energía ralentizara la producción en el 2023 con un crecimiento cercano al 0,5%.

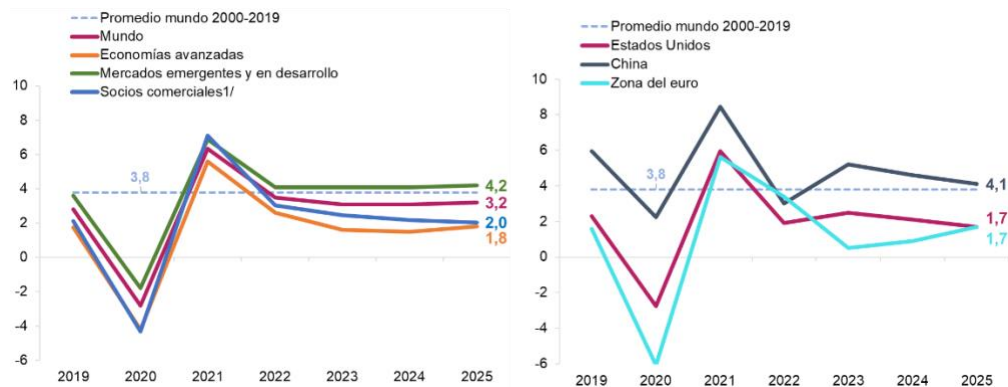
En China, la debilidad en el gasto de los hogares y las perspectivas menos favorables en el mercado inmobiliario determinarían la menor expansión del PIB en el periodo 2024-2025, desde tasas de más del 5% en el 2023 hasta tasas en torno al 4,5% en este bienio.

Para América Latina y el Caribe, el BM y FMI estiman un crecimiento cercano a 2%. El desempeño de esta región estaría influido por el menor crecimiento de China, pero ese efecto sería atenuado en parte por precios relativamente estables de las materias primas.

El crecimiento económico de los principales socios comerciales de Costa Rica se ubicaría en 2,2% y 2,0% en el 2024 y 2025, respectivamente.

Gráfico 26. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2024-2025

Variación anual en porcentajes



¹Crecimiento económico de una muestra de los 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales, ponderado por el valor de las exportaciones acumuladas a diciembre del 2023.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, enero 2024.

Cuadro 2. Organismos internacionales: proyecciones de crecimiento económico 2024-2025¹

Variación interanual en porcentajes

	OCDE			Banco Mundial			Fondo Monetario		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mundo	2,9	2,7	3,0	2,6	2,4	2,7	3,1	3,1	3,2
Economías avanzadas	---	---	---	1,5	1,2	1,6	1,6	1,5	1,8
Estados Unidos	2,4	1,5	1,7	2,5	1,6	1,7	2,5	2,1	1,7
Zona del euro	0,6	0,9	1,5	0,4	0,7	1,6	0,5	0,9	1,7
Alemania	-0,1	0,6	1,2	---	---	---	-0,3	0,5	1,6
Francia	0,9	0,8	1,2	---	---	---	0,8	1,0	1,7
Japón	1,7	1,0	1,2	1,8	0,9	0,8	1,9	0,9	0,8
Reino Unido	0,5	0,7	1,2	---	---	---	0,5	0,6	1,6
Países emergentes y en vías de desarrollo	---	---	---	4,0	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2
China	5,2	4,7	4,2	5,2	4,5	4,3	5,2	4,6	4,1
América Latina y el Caribe	---	---	---	2,2	2,3	2,5	2,5	1,9	2,5
Brasil	3,0	1,8	2,0	3,1	1,5	2,2	3,1	1,7	1,9

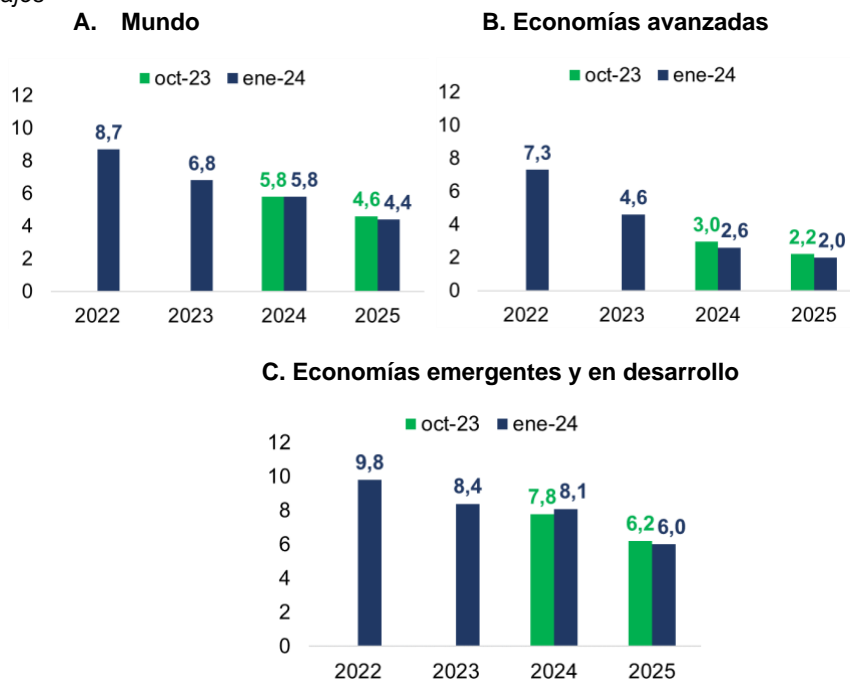
¹Los datos del 2023 son estimados.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de OCDE (noviembre 2023), BM y FMI (enero 2024).

Los citados organismos consideran que la inflación, en general, se ubicaría en torno al objetivo de los bancos centrales hacia el 2025, particularmente en el caso de las economías avanzadas (Gráfico 27). Estiman que, aunque el efecto de la política monetaria restrictiva es cada vez más notorio, esta postura ha de continuar hasta que las presiones inflacionarias se hayan reducido de manera sostenida.

Gráfico 27. FMI: proyecciones de inflación 2024-2025¹

En porcentajes



¹Los datos del 2022 son observados y los del 2023 estimados.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, octubre 2023 y enero 2024.

En síntesis, los aspectos del entorno internacional más relevantes para la economía nacional para el bienio 2024-2025 (Cuadro 3) son:

- a) Crecimiento moderado de los socios comerciales.
- b) Menores presiones inflacionarias.
- c) Disminución de los precios del petróleo y de los granos básicos.
- d) Ganancia en los términos internacionales de intercambio.

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2024-2025

Variación interanual en porcentajes

	IPM enero 2024 ¹			Diferencias con respecto a las proyecciones IPM octubre 2023 (en p.p. y USD)	
	2023	2024	2025	2023	2024
Crecimiento mundial	3,1	3,1	3,2	0,1	0,2
Crecimiento Estados Unidos	2,5	2,1	1,7	0,4	1,0
Crecimiento socios comerciales, promedio	2,5	2,2	2,1	0,3	0,7
Inflación mundial (promedio)	6,8	5,8	4,4	-0,1	1,0
Inflación economías avanzadas (promedio)	4,6	2,6	2,0	0,0	1,6
Inflación economías emergentes (promedio)	8,4	8,1	6,0	-0,1	0,6
Inflación socios comerciales, promedio	3,8	2,9	2,5	0,0	0,9
Precio de hidrocarburos (USD) ²	100,3	97,6	88,8	-4,6	-4,5
Variación %	-15,7	-2,6	-9,0	-3,9	-15,6
Términos de intercambio, variación %	4,1	1,1	0,9	1,0	3,1
SOFR (a diciembre) ³	5,3	3,7	3,3	-0,1	0,8

¹ Las cifras del 2023 son preliminares y las del 2024 y 2025 son proyectadas.

² En el caso del precio de hidrocarburos, las diferencias se presentan en USD.

³ Corresponde al indicador a 6 meses plazo, calculado por la Bolsa Mercantil de Chicago (CME, por sus siglas en inglés) a partir de la tasa de interés SOFR (Secured Overnight Financing Rate).

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

Se espera que el precio del petróleo siga una tendencia a la baja en el bienio asociada al debilitamiento de su demanda global (especialmente la proveniente de China) y el aumento en la producción de crudo (en particular, la de Estados Unidos, Brasil, Guyana y Canadá).

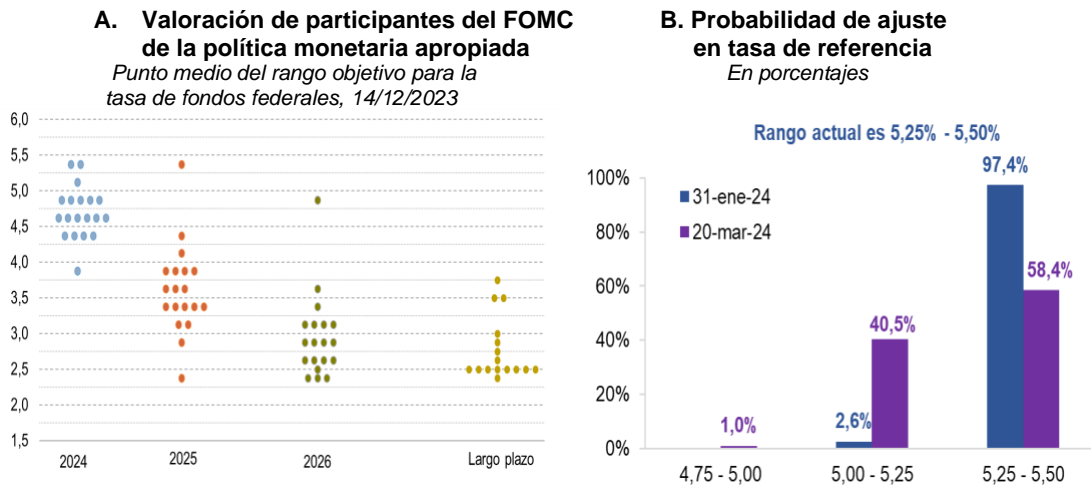
Según el informe de enero de 2024, de la Agencia Internacional de Energía⁹⁹, el suministro mundial de petróleo sería impulsado por la producción de los países que no pertenecen a la OPEP+, mientras que la oferta de ese grupo se mantendría estable con respecto al 2023.

De acuerdo con las expectativas de mercado, los bancos centrales de las economías avanzadas iniciarían los recortes de sus tasas de política monetaria a partir del presente año. Particularmente, en Estados Unidos, la mayoría de los funcionarios del Comité

⁹⁹ Oil Market Report – January 2024. International Energy Agency.

Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) prevé una reducción de 75 p.b. durante el 2024, desde el rango actual [5,25%; 5,50%] (Gráfico 28.A).

Gráfico 28. Perspectivas de tasa de política monetaria en Estados Unidos



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Sistema de la Reserva Federal y Chicago Mercantile Exchange (CME) al 23/1/2024.

En la zona del euro, la inflación volvería al objetivo del 2% en el 2025. No obstante, según el presidente del Banco de Grecia, si la inflación se estabiliza por debajo del 3%, a mediados del 2024 podría iniciar la reducción en la tasa de referencia (actualmente es 4,5%).

El Banco de Inglaterra prevé una caída gradual de las tasas de interés hasta 4,25% en tres años, mientras que el mercado espera una reducción a ese nivel antes de finales del 2024 (con información al 15 de diciembre del 2023). El gobernador del Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, indicó el 8 de enero del año en curso que es demasiado pronto para considerar un giro en la política monetaria.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

La economía nacional crecería en promedio 4,0% en el bienio 2024-2025, impulsada principalmente por la demanda interna.

La tasa de crecimiento proyectada para el 2024 contempla un aumento de la demanda interna con respecto al 2023, debido al mayor crecimiento del consumo de hogares y de Gobierno, así como de la inversión. Esto último debido, en parte, a la acumulación de inventarios prevista, luego de la desacumulación de existencias del año anterior.

En el 2025, la actividad económica mostraría un comportamiento similar, en respuesta también a la evolución de la demanda interna. Se estima que el PIB se ubique cerca de su nivel potencial en el horizonte de proyección, por lo que no se estiman presiones inflacionarias significativas provenientes de la brecha del producto.

Por componentes del gasto, el crecimiento previsto de la producción nacional se asocia, como se indicó, con el comportamiento de la demanda interna y de las exportaciones netas. Además, se mantiene la proyección de un mayor crecimiento de la inversión pública en el bienio.

El detalle del PIB por componentes del gasto se presenta en el Cuadro 4. Al respecto, destaca lo siguiente.

1. **Consumo.** Se estima un crecimiento más moderado para el 2024, en comparación con el año anterior, debido a la desaceleración prevista del ingreso disponible real.

Para el 2025, se prevé un mayor crecimiento en el ingreso disponible real¹⁰⁰ y en el consumo. El aumento del consumo en el bienio se manifestaría en una mayor demanda por servicios, seguida de los bienes no duraderos, semi duraderos y duraderos, en ese orden.

2. **Consumo del Gobierno.** Crecería 0,4% en el 2024. Si bien las entidades públicas dedicadas a las actividades de Administración y Enseñanza pública continuarían sujetas a la política de contención del gasto, tanto en las remuneraciones como en la compra de bienes y servicios, para ambas actividades se estima un efecto "recuperación" en materia de contratación de nuevas plazas debido a la restricción observada durante el año precedente. Este mismo fenómeno se espera que ocurra en los Servicios de salud (ya contemplado en el informe pasado), a lo que se suma una mayor compra de bienes y servicios para este año.

Para el 2025 se supone que todas las entidades públicas aplicarán la directriz de contención en las remuneraciones y compra de bienes y servicios. A pesar de esto, se estima una leve aceleración, especialmente en los servicios de atención de la salud, lo que implicaría un crecimiento de 0,5% para esta variable.

3. **Formación bruta de capital fijo.** Aumentaría 7,0% en ambos años debido, principalmente, a la mayor inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios, aunado a la inversión en nuevas construcciones, privadas¹⁰¹ y públicas¹⁰².

¹⁰⁰ Las proyecciones contemplan un crecimiento del ingreso nacional disponible real de 3,3% y 4,1% en el 2024 y el 2025, respectivamente. El resultado del ingreso disponible real sería consecuencia del crecimiento de la actividad económica y de una ganancia de 1,1% y 0,9% en los términos internacionales de intercambio, en igual orden. En el primer año, el resultado del ingreso real combina el efecto positivo de la ganancia por términos de intercambio con el mayor pago de rentas al exterior (pago de intereses sobre la deuda pública externa e inversión directa).

¹⁰¹ De acuerdo con la evolución de los permisos de construcción, se estima un crecimiento de 4,2% y 4,6% para el 2024 y 2025, respectivamente, en la inversión en nuevas construcciones privadas.

¹⁰² La inversión en obra pública crecería 6,8% y 4,0% en el 2024 y 2025, en ese orden. En el 2024 influido por la construcción en carreteras, caminos y puentes (Programa de Infraestructura Vial y Promoción de Asociaciones Público-Privadas, II Etapa Programa Red Vial Cantonal-CCLIP-, Programa de Infraestructura de Transporte -PIT-), así como obras para atender servicios básicos (plantas Geotérmica Borinquen I, Eólica Tejona e Hidroeléctrica Garita Etapa 1 y proyectos solares fotovoltaicos) y los proyectos relacionados con el Programa de emergencia para la reconstrucción integral y resiliente de infraestructura (Proeri), el Programa de Seguridad Ciudadana y Prevención de Violencia, el Programa

4. Demanda externa. Si bien el crecimiento de las exportaciones de bienes se modera con respecto al 2023 (coherente con la evolución esperada de los socios comerciales), para el bienio 2024-2025 se prevé una recuperación en la demanda de productos manufacturados del régimen definitivo. El crecimiento de las exportaciones de servicios estaría ligado al turismo receptor, junto con los servicios informáticos y empresariales.

5. Importaciones. Para el 2024-2025, se estima una aceleración en el crecimiento de las importaciones de bienes debido al efecto combinado de mayor inversión en bienes de capital (por parte de empresas del área tecnológica) y de la evolución prevista para el consumo y la actividad económica. Por su parte, el crecimiento en términos de volumen de las importaciones de servicios estaría asociado con los servicios de transporte de mercancías en ambos años, los servicios profesionales y de apoyo empresarial en el primer año y el turismo emisor, especialmente en el segundo año.

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

Variación interanual en porcentajes

	IPM enero 2024 ¹			Diferencias con respecto a las proyecciones IPM octubre 2023 en p.p.	
	2023	2024	2025	2023	2024
Producto interno bruto	5,1	4,0	3,9	0,1	-0,3
Consumo de hogares	5,4	3,1	4,1	0,9	-0,9
Consumo de gobierno	0,1	0,4	0,5	-0,1	-0,1
Formación bruta de capital fijo	8,6	7,0	7,0	-4,3	-0,4
Variación de existencias (% de PIB)	-0,6	0,0	0,3	-0,4	-0,2
Exportaciones	10,5	6,4	5,9	-1,1	-0,4
Bienes	12,0	7,9	7,6	-1,8	0,0
Servicios	8,2	4,5	3,4	-0,3	-0,8
Importaciones	5,6	7,6	7,2	-3,0	0,1
Bienes	4,8	8,0	7,8	-4,3	-0,5
Servicios	8,7	6,1	5,1	2,0	2,2
Ingreso disponible bruto real	5,7	3,3	4,1	1,0	-0,8

¹ Las cifras del 2023 son preliminares y las del 2024 y 2025 son proyectadas.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las actividades que, debido a su importancia relativa, más aportarían al aumento del PIB serían los servicios empresariales, manufactura, hotelería y restaurantes y comercio.

Por actividad económica (Cuadro 5), se tiene lo siguiente:

- 1. Servicios empresariales.** Se estima un crecimiento promedio para el 2024-2025 de 8,5%, impulsado por la dinámica de las actividades de consultoría en gestión financiera, de apoyo a empresas que ofrecen servicios al mercado externo, así como servicios de publicidad, servicios jurídicos y de contabilidad de empresas del régimen definitivo que suplen la demanda interna.

Fomento de Proyectos de Obras y Servicios Municipales. En el 2025 destaca la inversión en obras para atender servicios básicos (energía eléctrica), seguido de construcción de carreteras, caminos y puentes (énfasis en II Programa de Infraestructura Vial y Movilidad Urbana: Conectividad Resiliente e Intervenciones Urbanas y las obras del Proeri).

2. **Manufactura.** Se espera que en el bienio 2024-2025 la actividad crezca 3,8% congruente con la evolución de la demanda externa que suplen las empresas de los regímenes especiales, además de una relativa mejora en las empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.
3. **Hoteles y restaurantes.** El crecimiento para el bienio se estima en 8,2%. Este desempeño se asocia, principalmente, a la demanda externa generada por el turismo receptor, a lo cual se adiciona la demanda de servicios relacionados con el turismo por parte de los residentes. El comportamiento previsto para esta actividad permitiría alcanzar los niveles prepandémicos en el 2024.
4. **Comercio.** Se estima que en el bienio la actividad comercial modere el ritmo de crecimiento a 2,8% acorde con la evolución prevista para las actividades agropecuaria, manufacturera y de la construcción, dado su vínculo con estas actividades.
5. **Transporte.** Para el bienio 2024-2025 se prevé un crecimiento promedio de 4,6%, congruente con el crecimiento previsto del ingreso de turistas (normalización en el flujo de turistas desde el resto del mundo en el primer año) y el crecimiento de las actividades de apoyo al transporte, los servicios de carga y el servicio de transporte terrestre de personas (autobuses y taxis).
6. **Construcción.** El crecimiento estimado para el bienio es 4,5%. Como se indicó antes, además de la dinámica prevista para la construcción con destino privado, se espera que haya un impulso de la inversión pública por la continuación de carreteras y puentes, y obras para servicios básicos.
7. **Agropecuario.** Se estima un crecimiento medio para el bienio de 2,0% como consecuencia, principalmente, de la recuperación en la actividad pecuaria debido, en parte, a la estabilización en el precio de los insumos, así como el crecimiento moderado en la producción de banano y piña. Estos últimos combinan un efecto base por los buenos resultados observados el año anterior y la merma en el ritmo de crecimiento de nuestros socios comerciales. Aunado a lo anterior, se mantiene el riesgo de menor productividad debido a posibles condiciones climáticas adversas producto del fenómeno climático ENOS en su fase El Niño¹⁰³.

¹⁰³ Las diferentes fuentes de pronóstico coinciden en que la fase El Niño del fenómeno ENOS presentaría una intensidad fuerte entre enero y marzo del 2024, y su influencia podría extenderse incluso hasta mayo, con una intensidad que aún no es precisa. *Pronóstico climático estacional enero-marzo 2024*, pág. 3. Instituto meteorológico nacional.

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

Variación interanual en porcentajes

	IPM enero 2024 ¹			Diferencias con respecto a las proyecciones IPM octubre 2023 en p.p.	
	2023	2024	2025	2023	2024
Producto interno bruto	5,1	4,0	3,9	0,1	-0,3
Agricultura	3,5	2,0	2,1	1,4	0,9
Manufactura	8,4	3,7	3,9	0,8	0,0
Construc.	13,5	4,5	4,6	-3,5	0,5
Dest. Privado	14,8	4,2	4,6	-4,2	0,0
Dest. Público	1,1	7,0	4,8	2,8	5,0
Comercio	3,5	2,6	2,9	0,7	-0,1
Transp.	5,1	4,6	4,6	2,2	-0,1
Hot. y Rest.	8,3	9,4	6,9	3,4	-1,6
Serv. empresariales	10,9	9,0	7,9	-0,2	-0,8
Resto ²	2,3	2,6	2,7	-0,3	-0,4

¹ Las cifras del 2023 son preliminares y las del 2024 y 2025 son proyectadas.

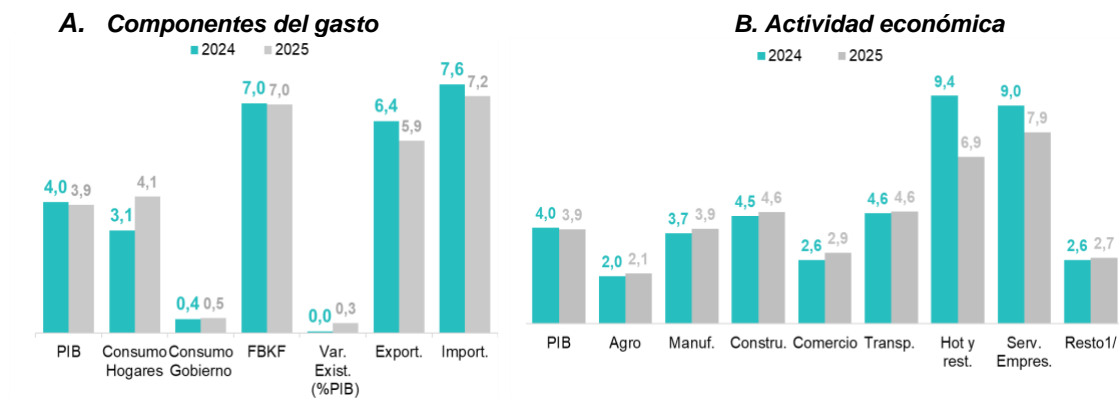
² Incluye minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Gráfico 29 resume el crecimiento estimado para el PIB en este informe para los años 2024 y 2025, tanto por componentes del gasto como por actividad económica.

Gráfico 29. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica

Variación anual en porcentajes



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el bienio 2024-2025 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos registraría un moderado incremento con respecto al 2023, en términos del PIB, pero se ubicaría en un valor inferior al promedio de la década previa a la pandemia, con lo cual se mantiene la tendencia secular de reducción del desequilibrio en las transacciones con el resto del mundo que por décadas ha mostrado la economía costarricense. Todo lo anterior como una manifestación del proceso de fortalecimiento de las exportaciones de servicios.

En ese lapso el déficit de la cuenta corriente se ubicaría, en promedio, en 1,8% del PIB (Gráfico 30), lo que significa un aumento medio de 0,4 p.p. con respecto al 2023. Este comportamiento respondería, principalmente, al incremento esperado en el déficit de bienes y del ingreso primario.

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría una razón promedio con respecto al PIB de 5,4% en el bienio (5,3% en el 2023), resultado en el que destacaría un crecimiento interanual de las importaciones de 9,9%, en contraste con el 3,6% del 2023, principalmente por las mayores compras del régimen definitivo (sin hidrocarburos).

Para el componente de hidrocarburos se prevé un valor medio importado de USD 2.173,4 millones en el bienio, que implica una reducción interanual media de 0,6 p.p. del PIB. Este resultado combinaría una caída interanual del precio de la mezcla del producto terminado y en la cantidad importada de 5,8% y 1,4%, respectivamente¹⁰⁴.

Por su parte, las exportaciones de bienes mantendrían el dinamismo observado en el 2023, con un crecimiento medio en torno al 9,9%, lideradas por las ventas externas de los regímenes especiales (13,5% en promedio). En el régimen definitivo resaltaría la recuperación de los bienes manufacturados, al pasar de una contracción de 5,1% en el 2023 a un crecimiento medio en el bienio de 2,5%, variación similar a la esperada en las ventas de productos agrícolas.

El balance positivo de la cuenta de servicios continuaría en torno al 10,8% del PIB en el bienio, con un superávit promedio anual de USD 10.692,8 millones. En este resultado destaca el crecimiento medio previsto de la cuenta de viajes, cercano al 19,0 %, cifra revisada al alza con respecto a lo estimado en octubre del 2023, en el tanto la información disponible evidenció un ingreso de turistas y un gasto promedio por persona mayor a lo estimado en ese momento. Por su parte, los servicios de apoyo empresarial, telecomunicaciones, información e informática crecerían en conjunto interanualmente, en promedio, 4,8%.

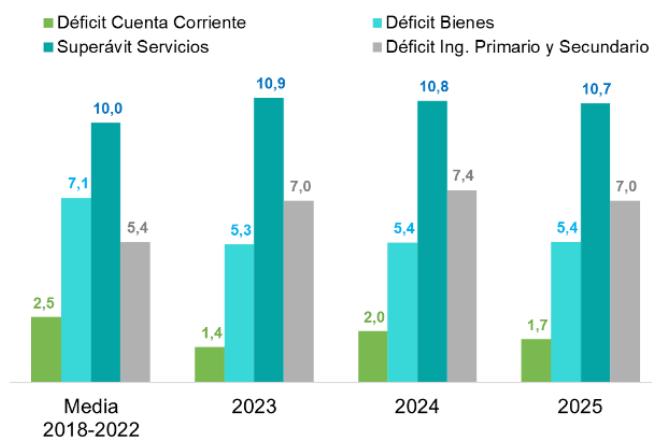
En lo que respecta a la retribución a los factores de producción (cuenta de ingreso primario), se prevé un incremento del déficit hasta alcanzar un monto promedio anual de USD 7.703,8 millones (7,8% del PIB), asociado principalmente a: i) la mayor renta de la inversión directa, debido al aumento en la rentabilidad de estas empresas ante el crecimiento de sus exportaciones y, ii) los mayores intereses de la deuda pública

¹⁰⁴ La estimación de una menor demanda de barriles simultáneamente con una caída en el precio de los hidrocarburos se explica por un efecto base asociado a las mayores compras de combustibles registradas en el 2023 para satisfacer las necesidades de generación eléctrica con fuentes térmicas por los impactos adversos del fenómeno El Niño.

externa¹⁰⁵, dado el nivel de financiamiento externo del país.

Gráfico 30. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2023, proyecciones para el 2024 y 2025.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el bienio 2024-2025 el país registraría un ingreso de ahorro externo neto promedio de 2,1% del PIB, monto inferior al observado en el 2023. Pese a ello, el cociente de activos de reserva a PIB se ubicaría en promedio en torno al 13,8% y mantendría el nivel de reservas internacionales dentro del rango considerado como adecuado según la metodología del FMI.

En el periodo en comentario, el ingreso neto promedio de recursos de la cuenta financiera rondaría los USD 2.112,8 millones, cifra inferior en 4,5 p.p. del PIB con respecto al 2023. Los menores inlujos responderían a la reducción del financiamiento neto, tanto del sector público como del privado.

Para el resto del sector privado (con excepción de la inversión directa), se prevé una mayor salida, principalmente por el pago de pasivos externos. Por su parte, los flujos de inversión directa alcanzarían una participación media de 4,5% del PIB, similar a la registrada en el 2023 y en el quinquenio que finalizó en el 2022. Estas estimaciones son congruentes con el buen desempeño previsto para las exportaciones de las empresas amparadas a los regímenes especiales, principalmente de empresas dedicadas a la producción de dispositivos médicos y de la industria electrónica de alta tecnología (Gráfico 31).

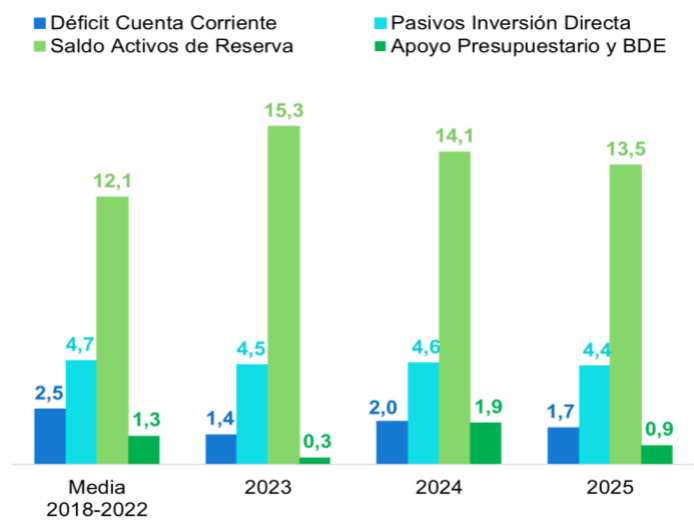
El Gobierno General recibiría durante el bienio financiamiento externo por un monto promedio cercano al 3,3% del PIB, tanto por colocaciones de títulos valores en el exterior, como de préstamos de apoyo presupuestario y vinculados a proyectos. No obstante, las amortizaciones de deuda y otros compromisos del Gobierno General y del Banco Central compensarían en parte esos ingresos, con lo cual los inlujos netos hacia el sector público estimados para este período alcanzarían una relación media con respecto al PIB de 1,6%,

¹⁰⁵Corresponde a los intereses del sector público consolidado que incluye Gobierno Central, Banco Central, resto del sector público no bancario y bancos públicos.

cifra inferior a la registrada en el 2023 (2,7% del PIB).

Gráfico 31. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2023, proyecciones para el 2024 y 2025.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A pesar de los menores influjos netos, dichos recursos permitirían financiar parcialmente el déficit de la cuenta corriente, ubicar el saldo medio de los activos de reserva del bienio en 13,8% del PIB y colocar el acervo de reservas internacionales, en ese mismo período, en un valor dentro del rango adecuado según la metodología ARA del FMI (139,0% en promedio).

En el bienio 2024-2025 continuarán los esfuerzos del Gobierno Central para generar superávits primarios, necesarios en el proceso de consolidación fiscal.

Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda¹⁰⁶, los resultados primario y financiero como proporción del PIB se ubicarían en 1,9% y -3,1%, respectivamente, en el 2024, y 2,3% y -2,4% en el 2025, en igual orden (Gráfico 32.A).

Estos resultados parten del cumplimiento de las metas acordadas en el convenio con el FMI y las definidas en la Ley 10.332: *Autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional* y contemplan los siguientes supuestos:

- Los ingresos tributarios crecen a una tasa promedio de 7,0% anual, lo que llevaría a una carga tributaria equivalente a 14,0% del PIB (13,1% en el quinquenio 2018-2022). Incide en este comportamiento la evolución prevista para la actividad económica (particularmente de la demanda interna) y el avance en la gradualidad

¹⁰⁶ Corresponde a un avance de las proyecciones que prepara el Ministerio de Hacienda para el Marco Fiscal de Mediano Plazo de marzo próximo, por lo que deben tomarse con carácter preliminar. Estas proyecciones incorporan las cifras macroeconómicas del presente IPM.

de aplicación de algunos tributos o normas incorporadas en la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9.635)¹⁰⁷.

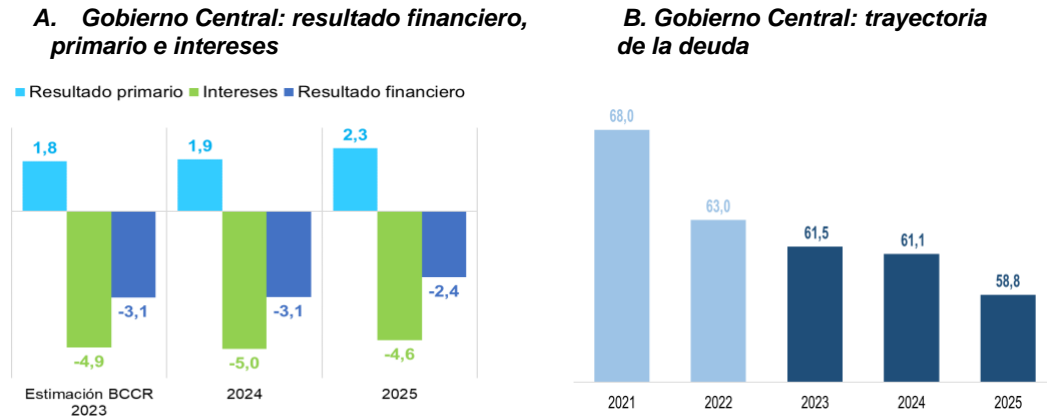
- Si bien se prevé que los gastos primarios aumenten en términos nominales, la razón con respecto al PIB se ubicaría en promedio en 13,5% en el bienio (16,0% en el quinquenio 2018-2022). Ello es coherente con la aplicación de la regla fiscal sobre el gasto total, toda vez que la razón de la deuda a PIB ha superado el 60% desde el 2020¹⁰⁸ (Gráfico 32.B).

En lo que respecta al pago de intereses se supone alcanzaría su punto máximo en el 2024 (5,0% del PIB), trayectoria que refleja el efecto que en el financiamiento tiene la generación de superávits primarios y de un costo financiero promedio que empezaría a disminuir a partir del 2025¹⁰⁹.

En este contexto, la razón de gasto total a PIB pasaría de 18,6% en el 2024 a 17,9% en el 2025.

Gráfico 32. Proyecciones fiscales

Porcentaje del PIB



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

¹⁰⁷ Entre otros, impuesto al valor agregado a los servicios de construcción y turismo y a los servicios digitales transfronterizos, así como la regla de subcapitalización en el impuesto sobre la renta.

¹⁰⁸ De acuerdo con el artículo 15 del Capítulo II del Título IV de la Ley 9635, la tasa de crecimiento para el gasto total será de 3,53% en el 2024.

¹⁰⁹ Producto de una estrategia que ha buscado sustituir deuda cara, entre otros con financiamiento externo.

De acuerdo con este comportamiento, el requerimiento bruto de endeudamiento del Gobierno Central mostraría una tendencia a la baja y se estima en 8,3% y 8,0% del PIB para el bienio 2024-2025, en ese orden. La principal fuente de endeudamiento sería interna, en especial mediante emisión de títulos valores¹¹⁰.

La evolución de deuda del Gobierno Central con respecto al PIB mostraría una caída de 0,4 p.p. y 2,3 p.p. en el 2024 y 2025, respectivamente, lo que ubicaría esta razón por debajo del 60% a partir del último año, y llevaría a la aplicación de la regla fiscal sobre el gasto corriente en el 2027.

La trayectoria decreciente de la razón de deuda a PIB (Gráfico 32.B) refleja el efecto acumulado de la generación de superávits primarios a partir del 2022 y de una menor carga de intereses (el máximo se alcanza en el 2024). Esto se manifiesta en una deuda que crece a menor velocidad que la producción nominal.

Se estima que la inflación general y la subyacente retornen al rango de tolerancia alrededor de la meta en el cuarto trimestre del 2024. La primera permanecería en valores negativos durante el primer trimestre del año en curso.

En este informe, el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria comprende desde el primer trimestre del 2024 hasta el cuarto del 2025 y las proyecciones incorporan la postura de política monetaria del Banco Central que busca que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

Con la mejor información disponible, los modelos de proyección del Banco Central señalan que la inflación general interanual se mantendría negativa en el primer trimestre del 2024, y que alcanzaría valores coherentes con el rango de tolerancia alrededor de la meta hasta en el último trimestre de ese año¹¹¹.

Para el corto plazo, la valoración de riesgos se encuentra inclinada a la baja, es decir, que existe una mayor probabilidad de que la inflación, general y subyacente, se ubiquen por debajo del valor central; no obstante, para el final del horizonte de proyección, los riesgos tienden a balancearse y muestran un sesgo ligeramente al alza¹¹².

¹¹⁰ No obstante, el endeudamiento externo es relevante, toda vez que contempla: i) la colocación en mercados internacionales de USD 1.000 millones por año, al amparo de la Ley 10.332; ii) el ingreso de créditos de apoyo presupuestario (alrededor de USD 409,1 y USD 1.097,2 millones, en el 2024 y 2025, respectivamente) y; iii) los desembolsos de los créditos con el FMI (Acuerdo recuperación post pandemia y consolidación fiscal y el de Apoyo presupuestario de Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad, por alrededor de USD 1.392 millones en el 2024).

¹¹¹ En el informe de octubre del 2023 se estimó que la inflación general y la subyacente ingresarían al rango en el segundo trimestre del 2024.

¹¹² Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a enero del 2024 de proyecciones de precios internacionales de materias primas, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras, y toman en cuenta la respuesta de la TPM, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

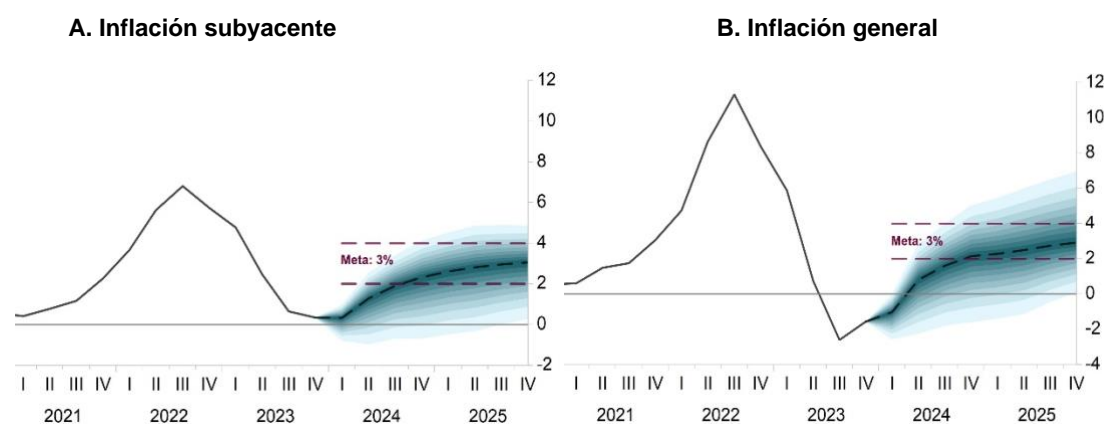
La inflación interanual general del cuarto trimestre del 2023 (-1,5% en promedio) resultó más negativa de lo estimado en el Informe de Política Monetaria de octubre pasado (-1,0%), lo cual denota una mayor persistencia del proceso desinflacionario, asociado principalmente con la disminución en el precio de los alimentos y combustibles.

Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían a ubicarse en 2,8% en el 2024 y 3,1% en el siguiente año, lo que disminuye la probabilidad de que se manifiesten efectos de segunda ronda sobre la inflación. Por su parte, la brecha de producto permanecería cercana a cero a lo largo del horizonte de pronóstico, con lo cual no se anticipan presiones inflacionarias originadas en excesos de demanda.

Lo anterior llevaría a que, en términos interanuales, la inflación subyacente se ubique en promedio en torno a 2,1% en el horizonte de proyección, con valores promedios de 1,4% y 2,8% en el 2024 y 2025, respectivamente, tasas inferiores a las estimadas en el informe de octubre pasado (Gráfico 33.A). La inflación general se ubicaría en promedio, en 0,9% en el 2024 y 2,6% en el 2025. (Gráfico 33.B).

Gráfico 33. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes ¹



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, la liquidez total crecería en torno a 7,0% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 6,5% en el 2024 y 6,2% en el 2025.

El aumento del crédito ocurriría tanto en moneda nacional como extranjera; no obstante, se supone que el crecimiento del crédito en dólares desacelera y con ello se contiene el proceso de dolarización relativa del crédito observado en el año 2023.

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

Cuadro 6. Principales variables macroeconómicas

	IPM enero 2024 ¹			Diferencias con respecto a las proyecciones del IPM de octubre 2023 (en p.p.)	
	2023	2024	2025	2023	2024
PIB crecimiento real	5,1	4,0	3,9	0,1	-0,3
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-1,4	-2,0	-1,7	0,7	0,2
Saldo activos de reserva (% del PIB)	15,3	14,1	13,5	0,9	0,3
Indicador de seguimiento de reservas (IR)	135,0	141,0	139,0	2,0	12,0
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ²	-3,1	-3,1	-2,4	0,3	-0,1
Resultado primario ²	1,8	1,9	2,3	0,2	0,0
Variación interanual del IPC ³	-1,8	2,1	2,9	-0,8	-1,1
Agregados monetarios y crédito (variación %) ⁴					
Liquidez total (M3)	7,2	7,0	6,9	-0,4	-0,4
Crédito al sector privado	6,7	6,5	6,2	-0,2	-0,1
Moneda nacional	4,6	7,2	7,6	-1,4	-1,0
Moneda extranjera	11,1	5,0	3,0	2,1	2,0

¹ Las cifras del 2023 son preliminares y las del 2024 y 2025 son proyectadas.

² Para el periodo 2024-2025 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.

³ Para el lapso 2024-2025 corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año.

⁴ La valoración de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2024-2025 incorpora la mejor información disponible a enero del 2024. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados con la evolución del contexto externo y local que podrían alterar el escenario macroeconómico central incluido en este ejercicio. Estos riesgos, de materializarse, provocarían un desvío en la inflación hacia arriba (riesgos al alza) o hacia abajo (riesgos a la baja) con respecto al valor central proyectado en este informe.

Riesgos al alza

1. Choques de oferta de origen externo, vinculados con la intensificación del conflicto bélico en el Oriente Medio y de las tensiones entre los países del G7 y China, entre otros, aumentarían la fragmentación del comercio global y llevarían nuevamente a congestiones en las cadenas de suministro, lo cual, a su vez, incrementaría los precios globalmente y tendería a deprimir el comercio internacional y la producción (internacional y local).
2. Una eventual recomposición significativa, súbita y no ordenada del portafolio de instrumentos financieros en el mercado financiero local podría generar presiones en el mercado cambiario que incrementen las expectativas de variación cambiaria e incidan en las expectativas de inflación y, por ese canal, generen efectos de segunda ronda en la inflación.

3. El fenómeno El Niño (fase cálida del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS)) también es un riesgo por considerar. Para el periodo comprendido entre diciembre del 2023 y marzo del 2024 se estima que dicha manifestación atmosférica será más intensa que en el trimestre previo y esta situación se mantendrá en el país hasta mayo del 2024¹¹³. Las condiciones climáticas adversas afectarían negativamente el crecimiento económico e incrementarían la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola y del servicio de electricidad.

Riesgos a la baja

1. Un crecimiento de la economía mundial y, en especial, de nuestros principales socios comerciales, menor al incorporado en las proyecciones de este ejercicio, se manifestaría en una posible reducción de la demanda externa del país que, de no ser compensada por la demanda interna, implicaría un crecimiento económico local por debajo del proyectado. Esta situación llevaría a valores negativos de la brecha del producto, con efectos a la baja sobre la senda pronosticada de inflación.
2. Un traspaso de ajustes de la TPM a las tasas de interés del sistema financiero más lento de lo que muestra la evidencia histórica en Costa Rica podría incidir negativamente sobre la actividad económica, con lo cual se reducirían las presiones de la demanda interna sobre los precios locales.
3. Una deflación más extendida de lo pronosticado en este ejercicio, que se traduzca en un mayor ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias, incluso por debajo del límite inferior del rango de tolerancia, reduciría la presión inflacionaria en el futuro y retrasaría la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario.
4. La última variante de la COVID-19¹¹⁴ podría dar lugar a una ola de contagios local y globalmente, lo cual deprimiría la actividad económica y generar interrupciones en el comercio internacional, con posibles impactos al alza en los precios de las materias primas en los mercados internacionales y de los costos del transporte marítimo. El efecto neto sobre la senda proyectada de inflación local dependerá de cuál impacto prevalezca, aunque con la información disponible se estima a la baja.

3.4. Acciones futuras de política monetaria

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como condición necesaria, para la estabilidad macroeconómica y pilar del crecimiento económico. Por ello mantiene la meta de inflación en 3%, con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

¹¹³ Boletín ENOS de noviembre del 2023, Elaborado por el Instituto Meteorológico Nacional y el Ministerio de Ambiente y Energía. Por otra parte, en junio pasado el Poder Ejecutivo declaró una alerta verde (preventiva) por los efectos que traerá consigo el fenómeno El Niño durante el segundo semestre del 2023 y los primeros meses del próximo año.

¹¹⁴ El pasado 19 de diciembre de 2023, la Organización Mundial de la Salud determinó que la mutación JN.1 del COVID-19 era una variante de interés por sus cambios genéticos y acelerada propagación.

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

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

Adicionalmente, buscará mejorar la comunicación con el público, con el fin de facilitar un mejor entendimiento de la coyuntura macroeconómica y de los elementos que sustentaron las decisiones del BCCR en materia monetaria, cambiaria y de temas relativos al sistema financiero. Con ello se busca contribuir a un proceso informado de construcción de expectativas económicas, que facilite la convergencia de la inflación a la meta definida por el BCCR.

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