

INFORME DE
**POLÍTICA
MONETARIA**

ABRIL 2023





Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 7 de la sesión 6116-2023 del 26 de abril del 2023.

Fe de erratas: este documento fue actualizado en el sitio web del Banco Central de Costa Rica el 2 de mayo del 2023, para sustituir el gráfico 6A y la referencia a las expectativas cambiarias (penúltimo párrafo del Recuadro 2).

Contenido

| | |
|--|-----------|
| Abreviaturas | vi |
| El régimen de política monetaria del BCCR | 2 |
| Presentación | 3 |
| Resumen | 6 |
| Capítulo 1. Coyuntura económica internacional y nacional | 12 |
| 1.1 Economía internacional | 12 |
| 1.2 Economía local: actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas | 19 |
| 1.3 Condiciones monetarias | 32 |
| 1.4 Inflación..... | 35 |
| Capítulo 2. Acciones de política del BCCR | 40 |
| 2.1 Tasa de política monetaria | 40 |
| 2.2 Gestión de la liquidez de la economía..... | 42 |
| 2.3. Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario | 43 |
| Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política | 52 |
| 3.1 Proyecciones para la economía internacional..... | 53 |
| 3.2 Proyecciones para la economía nacional..... | 57 |
| 3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico..... | 68 |
| 3.4. Acciones futuras de política monetaria | 71 |

Índice de gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 1. Indicadores de mercados financieros internacionales | 13 |
| Gráfico 2. Indicadores de precios internacionales..... | 16 |
| Gráfico 3. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas | 17 |
| Gráfico 4. Indicadores de actividad económica..... | 18 |
| Gráfico 5. PIB en volumen trimestral | 19 |
| Gráfico 6. PIB en volumen por gasto y por actividad económica | 20 |
| Gráfico 7. PIB en volumen por régimen de producción..... | 22 |
| Gráfico 8. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios ¹ | 22 |
| Gráfico 9. Indicadores del mercado laboral | 24 |
| Gráfico 10. Salarios nominales, reales y por sector institucional | 25 |
| Gráfico 11. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses y razón de deuda. | 31 |
| Gráfico 12. Agregados monetarios, participación relativa de la moneda extranjera (ME) y premio por ahorrar en moneda nacional | 33 |
| Gráfico 13. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera..... | 34 |
| Gráfico 14. Indicadores de inflación | 36 |
| Gráfico 15. Precios del productor de la manufactura | 37 |
| Gráfico 16. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)..... | 38 |
| Gráfico 17. Indicadores del MIL en colones | 43 |
| Gráfico 18. Indicadores del mercado cambiario | 45 |
| Gráfico 19. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024 | 56 |
| Gráfico 20. PIB y componentes del gasto 2023-2024..... | 59 |
| Gráfico 21. PIB por actividad económica 2023-2024..... | 61 |
| Gráfico 22. Déficit de la cuenta corriente según componentes | 62 |
| Gráfico 23. Componentes seleccionados de la balanza de pagos | 64 |
| Gráfico 24. Proyecciones para el Gobierno Central..... | 65 |
| Gráfico 25. Proyección de inflación | 67 |

Índice de cuadros

| | |
|--|-----------|
| Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica | 26 |
| Cuadro 2. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024 | 54 |
| Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024 | 56 |
| Cuadro 4. Principales variables macroeconómicas | 68 |

Índice de recuadros

| | |
|--|-----------|
| Recuadro 1. Indicador de reservas adecuadas para Costa Rica según la metodología del Fondo Monetario Internacional..... | 28 |
| Recuadro 2. Resultados de la balanza cambiaria para Costa Rica: 2020-2023..... | 46 |
| Recuadro 3. Volatilidad del tipo de cambio del colón costarricense..... | 48 |

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 Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹, aunque en la práctica lo había implementado desde antes.

Este marco se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del Banco Central de alcanzar un objetivo cuantitativo (dentro de un rango de tolerancia) para la tasa de inflación en un determinado horizonte de tiempo, y se acompaña del reconocimiento explícito de que el principal objetivo del Banco Central es mantener la inflación baja y estable. Además, hace explícita 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.

Dentro de ese marco, la Junta Directiva del Banco Central definió la meta explícita de inflación en 3%, con un margen de tolerancia, para la inflación, de ± 1 punto porcentual, para 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 toman tiempo para transmitirse a la economía y tener el efecto esperado sobre la inflación, estas se fundamentan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para indicar el estado de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM), que se revisa de conformidad con un calendario aprobado por su Junta Directiva a inicios de cada año. 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 Banco Central de Costa Rica 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 (BCCR), presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a abril del 2023. Este documento hace explícita la visión del BCCR sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política aplicadas y la orientación de las que ejecutaría para cumplir con los objetivos establecidos en su Ley Orgánica.

El entorno macroeconómico externo presentó nuevos desafíos para la economía costarricense durante el primer trimestre del 2023. La inflación internacional, si bien mantuvo una trayectoria a la baja que la ha alejado de los máximos alcanzados en el 2022, es todavía elevada en la mayoría de los países. Asimismo, la actividad económica se ha desacelerado y los mercados financieros presentaron recientemente un episodio de inestabilidad debido a las tensiones experimentadas por algunas entidades bancarias en Estados Unidos y Europa. En este contexto, la política monetaria sigue una trayectoria restrictiva, aunque en algunas economías se moderó o se encuentra en una pausa condicionada.

En este contexto internacional, la economía nacional muestra en el primer trimestre del 2023 un desempeño que tiende a consolidar la estabilidad macroeconómica.

La inflación continuó con la tendencia decreciente, iniciada en setiembre del año pasado, la actividad económica se aceleró con respecto al cuarto trimestre del 2022 y los indicadores del mercado laboral evidenciaron una mejora, aunque es necesario reconocer que la tasa de desempleo se mantiene alta y que en su reciente reducción influyó una menor participación laboral.

El Gobierno Central muestra un firme compromiso con la sostenibilidad de las finanzas públicas, pues generó un mayor superávit primario y un menor déficit financiero en comparación con el primer trimestre del 2022.

En las transacciones comerciales y financieras con el resto del mundo, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó con respecto al de los primeros tres meses del año previo e ingresaron flujos de ahorro externo que permitieron financiar dicho déficit y acumular activos de reserva. El pasado 20 de abril, el saldo de las reservas internacionales fue equivalente a 12,9% del PIB y a 127% del nivel que, según la metodología del Fondo Monetario Internacional (FMI), es adecuado para que la economía costarricense enfrente eventuales choques externos adversos.

Ante la desaceleración observada en la inflación y la trayectoria prevista para esta variable según los modelos de pronóstico del BCCR, la Junta Directiva de esta entidad consideró que existía espacio para que la postura de política monetaria fuera menos restrictiva. Por tal razón, en sus reuniones de política monetaria de marzo y abril redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM), para una disminución acumulada de 150 p.b. en el presente año.

En línea con esa política monetaria menos restrictiva, en los primeros tres meses del año en curso la liquidez del sistema financiero se mantuvo holgada debido, principalmente, al efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR. Dicha compra se dio

en un contexto de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, explicada en gran parte por operaciones del sector real, en particular, una mayor liquidación neta de divisas del comercio exterior de bienes y servicios. Pese a ello, se estima que el comportamiento de los agregados monetarios en este lapso no habría incubado presiones que pudieran causar una mayor inflación a futuro, pues el BCCR ha logrado gestionar esos excesos con operaciones en el mercado de liquidez.

El desempeño de la economía nacional en lo que resta de este año y en el siguiente seguirá condicionado por la evolución de la economía global. En este sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que en el 2023 la actividad económica mundial crecerá a una tasa menor que el año previo, a la vez que la inflación seguirá una trayectoria a la baja, pero continuará en niveles elevados y por encima de la meta en la mayoría de los países. En el 2024, la economía mundial tendría un mejor desempeño en el comportamiento de ambas variables.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial podrían reducir el impulso de la demanda externa de Costa Rica, mientras que la todavía elevada inflación global incidiría negativamente sobre el desempeño económico local debido al impacto de la inflación importada sobre los precios locales. Sin embargo, un aspecto positivo para el país es que los pronósticos recientes para el crecimiento de la actividad económica, específicamente de nuestros principales socios comerciales, son ahora mejores en comparación con los estimado en enero de este año.

Dado lo anterior, en este informe se revisa al alza la proyección de crecimiento de la producción tanto para el 2023 como el 2024. El incremento proyectado es consecuente con la mejora prevista en la demanda externa, inducida a su vez por ese mayor incremento proyectado en la producción de nuestros socios comerciales en el 2023.

La inflación general y subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta ($3\% \pm 1$ p.p.) en el segundo trimestre del 2023, antes de lo previsto en el informe de enero pasado, aunque el balance de riesgos de las proyecciones de inflación se mantiene con un sesgo al alza.

Las estimaciones anteriores están sujetas a la eventual materialización de algunos riesgos. Los principales riesgos globales siguen relacionados con la intensificación de los conflictos geopolíticos y las políticas monetarias más restrictivas, a los cuales se incorpora la incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la reciente crisis en algunos bancos estadounidenses y europeos antes mencionada.

En el ámbito interno, el riesgo de la relativa resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación se ha atenuado, mientras que se mantienen los riesgos vinculados con un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado, así como una mayor demanda de divisas, sobre todo por parte de los ahorrantes institucionales, por montos superiores a los que el mercado puede proveer.

El Banco Central mantiene su compromiso con una inflación baja y estable para apoyar el crecimiento de la actividad económica y del empleo. Con este propósito, realiza un seguimiento continuo de la inflación proyectada y sus determinantes, por lo que ejecutará los ajustes requeridos en sus instrumentos de política monetaria para inducir la trayectoria de la inflación hacia su meta de mediano plazo.

En cuanto a la política cambiaria, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del SPNB, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio no coherentes con la evolución de sus determinantes macroeconómicos y contribuir, de esta forma, a un proceso ordenado de formación de precios en ese mercado.

Adicionalmente, mantendrá la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y la razonabilidad de las decisiones de política, con el fin de proveer información que apoye la adecuada formación de expectativas y así facilitar la convergencia de la inflación hacia su objetivo.

Róger Madrigal López

A handwritten signature in blue ink that reads "Róger Madrigal L." The signature is written in a cursive style with a large initial 'R'.

RESUMEN

I. Coyuntura económica internacional y nacional

El control de la inflación todavía es uno de los retos más importantes de las autoridades monetarias en el mundo. Si bien esta variable experimenta un proceso de desaceleración, continúa en niveles superiores al objetivo de los bancos centrales. En este proceso han contribuido, especialmente, la reducción en los precios de materias primas y en los costos de transporte, en conjunción con los efectos de la política monetaria restrictiva. En particular, la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvo el aumento de sus tasas de interés de referencia en el primer cuatrimestre del actual año, mientras que algunos países latinoamericanos redujeron el ritmo de aumentos en las tasas de interés o hicieron una pausa condicionada.

Los choques globales como la pandemia del COVID-19 y el conflicto bélico en Europa han tenido un impacto significativo en la economía durante los últimos tres años, que se reflejó tanto en una persistencia inflacionaria como en una desaceleración del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del 2022 (con respecto al trimestre anterior) en Estados Unidos, la zona del euro, China y algunas de las principales economías latinoamericanas.

Los mercados financieros se mantuvieron relativamente estables durante los primeros dos meses del año a pesar de la incertidumbre en el entorno externo. No obstante, a inicios de marzo la quiebra de los bancos Silicon Valley y Signature en Estados Unidos y del Credit Suisse en Europa generó temor de contagio, y llevó a la caída de algunos índices accionarios y a una mayor volatilidad de los mercados financieros.

En contraposición, la economía costarricense mostró, durante el cuarto trimestre del 2022, un incremento en la actividad económica mayor a lo esperado. La variación interanual del PIB fue de 3,7%, superior en 0,7 puntos porcentuales a la estimación de enero. Además, el PIB habría crecido 3,9% en el primer trimestre del 2023, lo que señala una aceleración en relación con el último trimestre del año previo.

El dinamismo de la economía local se vincula, de manera positiva y directa con el incremento en la demanda externa y la recuperación en la formación bruta de capital, en buena medida influida por la llegada de empresas transnacionales (fenómeno de relocalización de centros de producción). Las exportaciones totales fueron el componente con mayor impulso, en especial de servicios y productos manufacturados del régimen especial.

La producción del régimen definitivo se ha desacelerado debido a los choques de oferta en la agricultura, la caída en la construcción y la desaceleración del consumo privado. Además, como era previsible, la política monetaria restrictiva habría incidido en el costo de financiamiento y, por ende, en las decisiones relacionadas con el proceso productivo.

Los resultados del mercado laboral (desempleo y subempleo) mostraron una mejora significativa en el primer bimestre del año y se reflejaron en una tasa de desempleo de 11,0%, la más baja de los últimos 52 meses. No obstante, se estima que esa tasa aún es alta y estuvo influida por una menor participación laboral, cuyas causas son diversas, entre ellas las decisiones de retiro por edad o anticipado. Los salarios reales, por su parte,

cayeron 6,0% en términos interanuales, principalmente por el aumento en la inflación y el estancamiento en el crecimiento de los salarios nominales.

En el primer trimestre del año continuó la mejora de los indicadores fiscales, al mostrar un mayor superávit primario y un menor déficit financiero en comparación con el mismo período del 2022. Este comportamiento estuvo determinado por el aumento en la recaudación tributaria, en parte reflejo del dinamismo económico, y la reducción del gasto primario ante la aplicación de la regla fiscal, toda vez que el pago de intereses sigue alto.

En cuanto al intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, el déficit en cuenta corriente, el primer trimestre del año, este disminuyó debido a la caída en los déficits de las cuentas de bienes y de ingreso primario, así como el aumento en el superávit de servicios.

En particular, las exportaciones mostraron un comportamiento heterogéneo, en el que destaca el claro impulso de las ventas de empresas de los regímenes especiales. El acceso al ahorro externo permitió financiar el déficit en cuenta corriente y acumular activos de reserva. La información disponible de las reservas internacionales al 20 de abril ubica su saldo en *USD* 11.034 millones, equivalente a 12,9% del PIB y a 127% de su nivel adecuado según el indicador de seguimiento de reservas que se presenta en el Recuadro 1 de este Informe.

Con respecto a los indicadores monetarios, se estima que su evolución no genera presiones inflacionarias futuras; además, el crédito continúa con el dinamismo que le caracterizó en la segunda mitad del 2022, particularmente en colones. Sin embargo, se observa un leve repunte de las operaciones crediticias denominadas en dólares, recursos que han sido canalizados, en su mayoría, a deudores con cobertura al riesgo cambiario.

Esto constituye un avance con respecto a la práctica seguida en Costa Rica de no buscar la correspondencia entre la moneda de los ingresos del deudor y la moneda de sus obligaciones financieras. Se reconoce que este es un proceso gradual y que tomará años reducir en forma significativa este riesgo sistémico.

Durante el primer trimestre del 2023, tanto la inflación general como la subyacente mantuvieron su tendencia a la baja, pero todavía se ubicaron por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta. En marzo, la inflación general se ubicó en 4,4% y la subyacente en 4,3%. Sin embargo, estimaciones del BCCR apuntan a que próximamente la inflación se ubicaría dentro de dicho rango.

El comportamiento de la inflación en este trimestre refleja en gran medida la moderación en los aumentos interanuales de los precios de los bienes, especialmente de los alimentos y combustibles. También ha influido la política monetaria restrictiva aplicada por el BCCR y la apreciación del colón.

En forma congruente con el comportamiento de la inflación, las expectativas inflacionarias a 12 y 24 meses han disminuido con respecto a los máximos registrados en agosto del 2022, lo cual sugiere una reducción en la presión inflacionaria en el futuro. Sin embargo, la expectativa a 24 meses aún se mantiene en el límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta.

La conjunción de resultados favorables en la economía analizada de manera general, pero heterogéneos entre regímenes y desagregaciones, ha llevado a una mejora en la confianza de los consumidores, mientras que en los empresarios las señales son mixtas.

II. Acciones de política del BCCR

El BCCR redujo la TPM en sus decisiones de marzo y abril pasados (50 y 100 p.b., en ese orden), después de mantener esta referencia en 9% desde octubre del año anterior. Con estos ajustes el nivel de la TPM (7,5%) aún mantiene el tono restrictivo de la política monetaria.

En ambas ocasiones el Directorio consideró que había espacio para una política monetaria menos restrictiva ante el comportamiento observado y previsto de la inflación y sus determinantes. Por un lado, como se indicó antes, la inflación y las expectativas han mostrado un comportamiento a la baja desde el pasado mes de setiembre y, por otro, los modelos de proyección de la inflación del BCCR prevén que la inflación general y subyacente ingresen al rango de tolerancia alrededor de la meta antes de lo previsto en las reuniones de enero y marzo últimos.

También, la Junta Directiva consideró que en el segundo y tercer trimestre de este año la variación interanual de la inflación presentará un efecto base o estadístico, dados los valores históricamente altos que mostró el índice de precios en igual lapso del 2022, efecto que estará presente en las comparaciones interanuales hasta agosto del 2023. Por lo tanto, es altamente probable que la inflación se ubique por debajo del límite inferior del rango de tolerancia, para posteriormente retornar a ese rango hacia finales del 2023, una vez que se disipe dicho efecto. Sin embargo, el Directorio advirtió que el balance de riesgos se inclina al alza.

En lo que respecta al mercado cambiario, el BCCR participó mediante compras de divisas para atender los requerimientos del sector público no bancario (SPNB). Esta participación se dio en un contexto de abundancia de dólares que ha estado presente desde el segundo semestre del 2022, la cual se estima responde, mayoritariamente, a operaciones de la economía real (recuperación del turismo receptivo, una evolución favorable de las exportaciones y nuevos proyectos de inversión extranjera, entre otros), más que a consideraciones financieras asociadas con el incremento en el premio por ahorrar en colones y la mejora en la percepción de riesgo país (ver Recuadro 2 de este Informe). Así, a pesar de la intensiva participación del BCCR como comprador en el mercado cambiario, el colón registró una apreciación nominal.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Los organismos financieros internacionales revisaron a la baja sus proyecciones de crecimiento mundial para el 2023 y 2024, ante la mayor incertidumbre y los riesgos que enfrenta la economía mundial, incluidas las recientes tensiones en el sector financiero en Estados Unidos y Europa. En particular, el FMI prevé que la actividad económica mundial crezca 2,8% en el 2023, tasa inferior al 3,4% del 2022 y 6,3% del 2021. No obstante, en cuanto a los socios comerciales del país, esa revisión implicó una mejora en el crecimiento de este grupo específico de países con respecto a lo incluido en el IPM de enero pasado (de 1,7% a 2,0% para el 2023).

Este organismo espera, además, que la inflación global disminuya en los próximos años, aunque continuaría relativamente alta y por encima de los objetivos establecidos por los bancos centrales. Así, la inflación disminuiría de 8,7% en el 2022, a 7,0% en el 2023 y 4,9% en el 2024. Estos valores, sin embargo, son superiores al nivel previo a la pandemia (3,5%, como promedio del periodo 2017-2019) y a los objetivos de los bancos centrales, lo que hace prever que el tono de política monetaria en el mundo continuará restrictivo en el horizonte de proyección del ejercicio que presentamos en esta oportunidad.

En lo que respecta a la economía nacional, en este Informe el BCCR revisa al alza sus proyecciones de crecimiento económico para el bienio, para ubicarlas en 3,3% en el 2023 y 3,6% en el 2024. Ello significó una mejora de 0,6 p.p. y 0,1 p.p., en ese orden, con respecto a las previsiones de enero pasado.

Para el 2023 se estima una mayor demanda tanto externa como interna. En la primera, principalmente, por implementos médicos, servicios empresariales e informáticos, mientras que, en la segunda, por la mejora en el ingreso disponible dada la ganancia en términos de intercambio. Si bien se proyecta un menor crecimiento en la afluencia de turismo, que afectará a las actividades de hoteles, restaurantes y transporte, su tasa de crecimiento seguirá alta (9,2% desde 11,4% supuesto en enero pasado).

Para el 2024, la revisión al alza en la tasa de crecimiento parte de una base superior y estaría impulsada principalmente por la demanda interna (ante la ganancia en los términos de intercambio) y, en menor medida, por la demanda externa. El PIB se mantendría por debajo de su nivel potencial, por lo que, desde el punto de vista de la demanda agregada, no se generarían presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación.

En cuanto a las operaciones con sector externo, las previsiones apuntan a una reducción en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos (que lo ubicaría en torno al 3% del PIB), el cual continuaría financiado con flujos externos de mediano y largo plazo. En este contexto, los activos de reserva permitirían contar con un nivel adecuado de reservas internacionales para atender eventuales choques externos.

Por su parte, 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 el grado de profundización financiera que ha experimentado el país. El aumento en el crédito al sector privado sería impulsado por las operaciones en moneda nacional.

Según las estimaciones preliminares del Ministerio de Hacienda, las finanzas públicas continuarían en la senda hacia la sostenibilidad, con resultados primarios positivos de 1,6% y 1,8% del PIB y déficit financieros de 3,5% y 3,0% del PIB en el 2023 y 2024, en el orden respectivo.

Se espera que tanto la inflación general como la subyacente retornen al rango de tolerancia alrededor de la meta antes de lo previsto en el IPM de enero pasado. Los pronósticos señalan que ambos indicadores retornarían a dicho rango en el segundo trimestre del 2023 e incluso podrían ubicarse por debajo del límite inferior en el tercero, por un efecto base asociado a los niveles históricamente altos que registró el índice de precios en iguales periodos del 2022. Superado ese efecto base, la inflación retornaría al rango hacia finales del 2023.

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 tanto externos como internos. De los principales riesgos globales persisten los relacionados con la intensificación de los conflictos geopolíticos y las políticas monetarias más restrictivas en el mundo, así como la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

A lo interno, si bien se ha atenuado el riesgo de que las expectativas de inflación no ingresen al rango de tolerancia alrededor de la meta, persisten los riesgos relacionados con movimientos abruptos en el mercado cambiario, así como los asociados a condiciones climatológicas adversas que afecten la producción y los precios, especialmente en la actividad agrícola.

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 de mediano plazo en 3%.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación y de sus determinantes, por lo que con base en este análisis realizará los ajustes necesarios en su 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, gestionará la liquidez del sistema financiero para tratar de reducir los excesos monetarios y evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

En materia de política cambiaria el Banco Central participará en el mercado cambiario para atender sus requerimientos y los del SPNB y 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 INTERNACIONAL Y NACIONAL



CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL Y NACIONAL

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

Desde el IPM anterior, el entorno externo se ha deteriorado y ha aumentado la incertidumbre, debido, principalmente, a la reciente tensión en algunos bancos de Estados Unidos y Europa, además de la persistencia de las tensiones geopolíticas. El proceso de desinflación continúa, pero la inflación todavía es elevada. Debido a ello, la política monetaria sigue una trayectoria restrictiva, aunque en algunas economías se moderó o se encuentra en una pausa condicionada. En este contexto, la actividad económica mundial se ha desacelerado.

No obstante, en el ámbito local, la actividad económica se aceleró en el primer trimestre del presente año con respecto al cuarto trimestre del 2022, resultado influido en gran parte por el incremento de la demanda externa y la recuperación en la formación bruta de capital. Además, la inflación (general y subyacente) continuó con un comportamiento sostenido a la baja, aunque todavía excede el límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta.

1.1 Economía internacional

La reciente tensión en algunos bancos de Estados Unidos y Europa generó una marcada inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que fue, en principio, controlada por sus autoridades.

En los dos primeros meses del presente año, los mercados financieros mostraron una relativa estabilidad, pese a la elevada incertidumbre asociada a un entorno externo caracterizado por la desaceleración económica y elevada inflación. Sin embargo, a inicios de marzo, la quiebra de los bancos Silicon Valley y Signature en Estados Unidos, seguida por la caída en el precio de las acciones de entidades financieras regionales de ese país, generó temor de un posible contagio, como el ocurrido en la crisis financiera del 2008. Esta situación propició la caída de algunos índices accionarios (Gráfico 1.A) y una mayor volatilidad de los mercados financieros, aunque sin alcanzar los niveles máximos observados en el 2022. Asimismo, el índice de tensión financiera del Banco de la Reserva Federal de San Luis (Gráfico 1.B) se elevó tras la quiebra del Silicon Valley Bank el 10 de marzo, pero rápidamente retornó a niveles similares a los existentes antes de este evento.

Estas tensiones se extendieron a Europa, donde los problemas que enfrentó el banco Credit Suisse, entre ellos la caída del precio de sus acciones en la bolsa, culminaron con la compra de dicha entidad por parte del Union Bank of Switzerland (UBS) para frenar la crisis bancaria². Más recientemente hubo una caída significativa en bolsa del First Republic Bank, entidad bancaria estadounidense, que reavivó los temores de que haya un nuevo episodio de crisis bancaria.

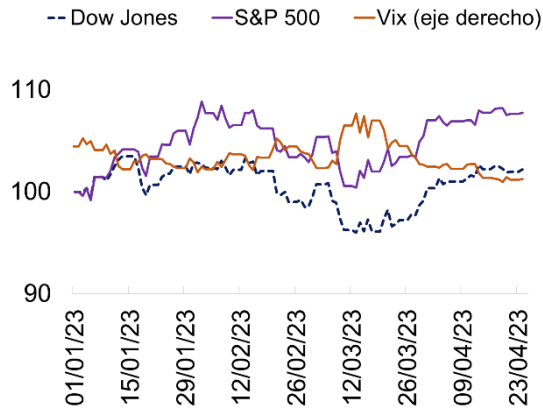
² Además, algunas entidades financieras inyectaron liquidez en los bancos en riesgo de quiebra. Así, por ejemplo, un grupo de 11 empresas se comprometieron a depositar USD 30.000 millones en el First Republic Bank.

La infografía 1 resume el reciente episodio de tensiones financieras internacionales, en particular sus causas, las medidas que tomaron las autoridades y los principales efectos en la economía.

Gráfico 1. Indicadores de mercados financieros internacionales

A. Mercados accionarios

Base: 1-1-2023=100, excepto para el VIX



B. Índice de tensión financiera²



¹El VIX es un indicador de volatilidad de los mercados financieros. Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad e inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

²Se construye a partir de series de datos semanales de tasas de interés, diferenciales de rendimiento y otros cinco indicadores. El índice se construye como desviaciones con respecto a un "valor promedio", por lo que cero representa las condiciones de "normalidad", valores negativos sugieren "baja" tensión en el mercado financiero y valores positivos se asocian con tensión "alta" o superior al promedio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 24 de abril del 2023 y base de datos FRED.

INFOGRAFÍA 1:

TENSIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES ENTRE MARZO Y ABRIL DEL 2023

- Iniciaron en algunos bancos regionales de Estados Unidos de tamaño mediano (entre ellos, el Silicon Valley y el Signature) y se extendió al Credit Suisse, segundo banco más importante de Suiza según el valor de mercado. Más recientemente, la caída en bolsa del First Republic Bank reavivó los temores en el sistema financiero.

CAUSAS

El endurecimiento de la política monetaria del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos llevó a una pérdida en el valor de la cartera de bonos de algunos de esos bancos, cuyos títulos estaban mayormente a largo plazo.

Los asesores de inversión recomendaron a los ahorrantes retirar los fondos de los bancos regionales, lo que generó tensiones de liquidez inesperadas y los llevó a vender esos bonos, y con ello a materializar las pérdidas por valoración.

El Credit Suisse, que ya tenía problemas previos, fue afectado por la pérdida de confianza asociada a las quiebras bancarias en Estados Unidos.

MEDIDAS

La Corporación Federal de Seguros de Depósitos del Gobierno de los Estados Unidos tomó el control del banco Silicon Valley y garantizó la devolución de los depósitos a los ahorrantes.

Se anunciaron nuevos fondos de emergencia para proteger todos los depósitos de los bancos que quebraron y un nuevo mecanismo de financiación a un año para bancos, asociaciones de ahorro, uniones de crédito y otras instituciones de depósitos (Bank Term Funding Program). Los bancos necesitarán menos colaterales para pedir liquidez.

EFFECTOS

La crisis bancaria se manifestó principalmente en una caída de los índices accionarios y mayor volatilidad de los mercados financieros.

El Credit Suisse fue absorbido por su principal competidor, el banco suizo UBS, para evitar una crisis bancaria.

La inflación se mantiene por encima del objetivo de los bancos centrales.

La inflación, general y subyacente³, continúa elevada, tanto en economías avanzadas como en desarrollo, a pesar de la continua desaceleración de los precios internacionales de las materias primas y de los costos de transporte, así como de las medidas restrictivas de política monetaria aplicadas por los bancos centrales.

Por ejemplo, en Estados Unidos estos indicadores se ubicaron en marzo del presente año en 5,0% y 5,5% en el orden indicado, ambos muy por encima del objetivo inflacionario de 2% del Sistema de la Reserva Federal, aunque inferiores al promedio del año pasado. De igual forma, en ese mismo mes, en la zona del euro la inflación general (6,9%) y la subyacente (5,7%)⁴ superaron la meta de 2% establecida por el Banco Central Europeo (Gráfico 2.A).

En algunos países de América Latina, la inflación interanual se mantuvo o mostró una leve mejoría. Ejemplo de los primeros fue Colombia (13,3%), en tanto que en Chile, México y Perú hubo reducciones de 9, 8 y 3 décimas (de punto porcentual) en ese orden, para ubicarse en 11,1%, 6,9% y 8,4%.

Por su parte, en China y Japón la inflación se ha mantenido baja en buena medida porque la región asiática salió más lentamente de la pandemia y, por tanto, esos países no experimentaron súbitas presiones de demanda agregada y, además, sus sólidos fundamentos macroeconómicos permitieron amortiguar la inflación importada⁵. La inflación interanual en China fue de 0,7% en marzo (1,0% en febrero) mientras que en Japón se ubicó en 3,2% en marzo (3,3% el mes previo).

En general, la inflación de bienes ha comenzado a moderarse, a lo cual ha contribuido la reducción de las presiones en la cadena de suministro y un reequilibrio del consumo, mientras que la de servicios muestra mayor persistencia⁶. Entre los bienes, destacan los alimentos, cuyos precios permanecen elevados pese a haber retrocedido de los máximos registrados a comienzos del 2022. Esto se asocia con el conflicto entre Rusia y Ucrania, dado que ambos son grandes exportadores de trigo y otros cultivos.

No obstante, en muchos países la inflación subyacente continúa por encima del promedio previo a la pandemia del COVID-19 (Gráfico 2.B). En este comportamiento ha influido el traspaso de los aumentos en el precio de energía a otros precios, el mayor dinamismo en los salarios, en un contexto de alta ocupación, y la depreciación del tipo de cambio en algunas economías.

³ Como indicador de inflación se usa el cambio interanual en los índices de precios. Las mediciones de inflación subyacente suelen excluir los componentes más volátiles del IPC, como los precios de la energía y de algunos alimentos.

⁴ Con respecto a los datos de inflación de la zona del euro, es importante tomar en consideración que estos están afectados por los subsidios aplicados por algunos gobiernos para contrarrestar el impacto social asociado a los altos precios de la energía.

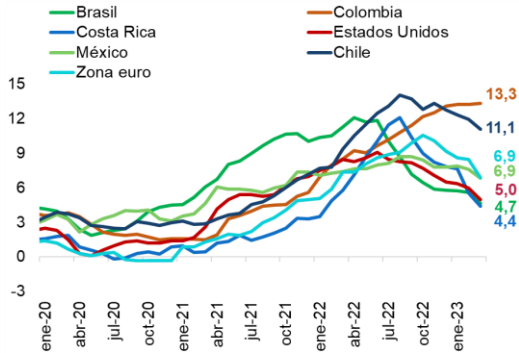
⁵ Banco Central de Costa Rica, Informe de Política Monetaria, julio del 2022.

⁶ Sistema de la Reserva Federal, Monetary Policy Report, marzo del 2023, pág.32.

Gráfico 2. Indicadores de precios internacionales

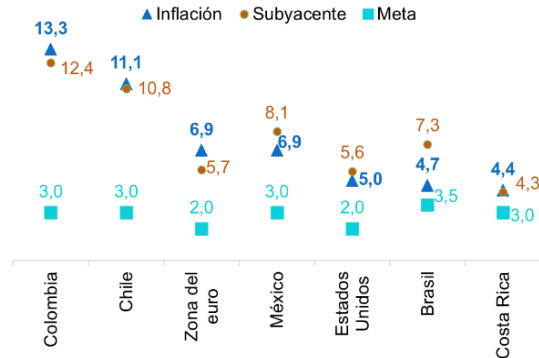
A. Inflación en algunas economías

Variación interanual, en porcentaje

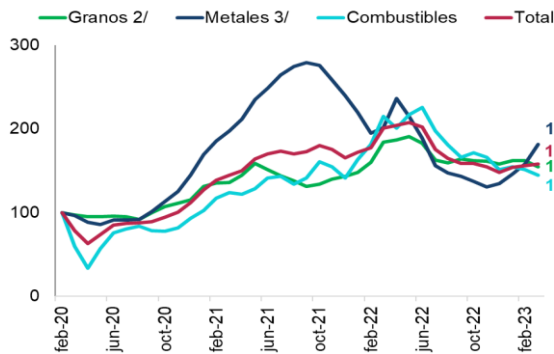


B. Inflación en algunas economías a marzo del 2023 y meta

Variación interanual, en porcentaje



C. Índice de precios de materias primas importadas¹ (febrero 2020 =100)



D. Precio de transporte de contenedores⁴

En dólares



¹Las ponderaciones son datos anuales móviles, tal que el ponderador del producto i para el año t corresponde al peso relativo de ese producto en las importaciones del año $t-1$.

²Granos básicos: trigo maíz, soya y arroz. ³Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.

⁴Precios 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 del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y Bloomberg.

En Costa Rica, la desaceleración del precio internacional de las materias primas se ha manifestado en un comportamiento descendente del índice de materias primas importadas desde agosto del año anterior. En marzo pasado ese índice mostró una reducción interanual de 21,5% (-12,1% en febrero), aunque su nivel se mantuvo por encima del registrado previo a la pandemia (Gráfico 2.C).

Uno de los componentes de este índice con mayor incidencia es el precio del barril de petróleo WTI, el cual disminuyó en marzo 4,5% con respecto a la cotización media de febrero, en buena parte como reacción a la mayor volatilidad de los mercados financieros antes descrita. Recientemente los precios de esta materia prima se han recuperado por el anuncio efectuado el 2 de abril por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus socios de un recorte de 1,6 millones de barriles diarios (1,1% de la producción global).

El precio medio del transporte de contenedores también continuó a la baja; entre setiembre del 2021 (cuando alcanzó el valor máximo) y marzo del 2023 registró una caída acumulada de 85% (Gráfico 2.D).

Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas han continuado con aumentos en sus tasas de interés de referencia, aunque en algunos casos a un menor ritmo o se encuentran en una pausa condicionada.

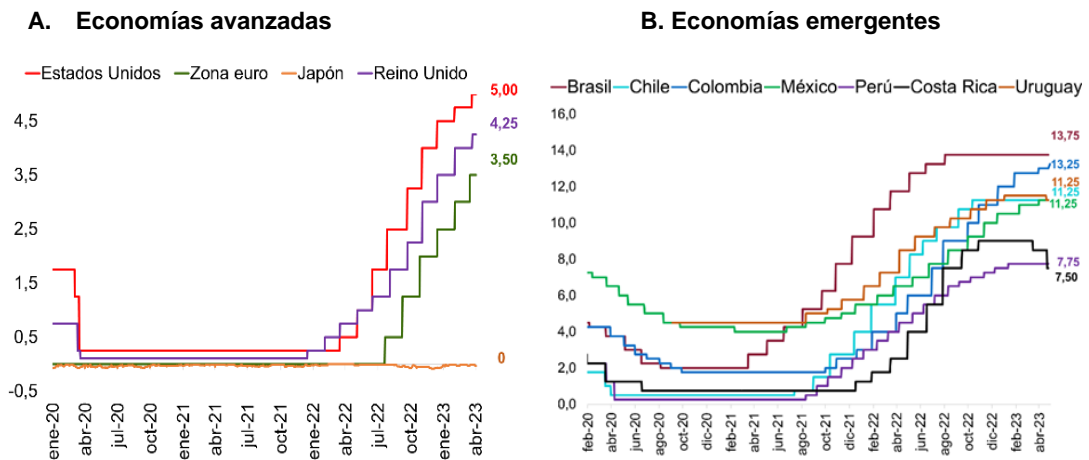
En el periodo de nerviosismo de los mercados por las tensiones en el sector financiero, los principales bancos centrales del mundo privilegiaron el control de la inflación y ajustaron al alza su tasa de política monetaria (Gráfico 3.A).

El Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión del 21 y 22 de marzo, aumentó su tasa de referencia en 25 p.b. hasta un rango entre 4,75% y 5%, decisión en la que tomó en consideración, entre otros, el nivel todavía alto de la inflación y la solidez del sistema bancario estadounidense. Por su parte, el Banco Central Europeo aumentó su tasa de interés de referencia en 50 p.b. hasta 3,5% en su reunión del pasado 16 de marzo. Esta entidad señaló que prevé que la inflación seguirá alta por más tiempo.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de política del 23 de marzo, también privilegió el control de la inflación y aumentó las tasas de interés en 25 p.b. hasta 4,25%, el nivel más alto desde el 2008.

En cuanto a los países latinoamericanos, algunos han pausado o bien reducido el ritmo de incrementos en las tasas de interés de referencia, para dar margen a la transmisión de la política monetaria (Gráfico 3.B).

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



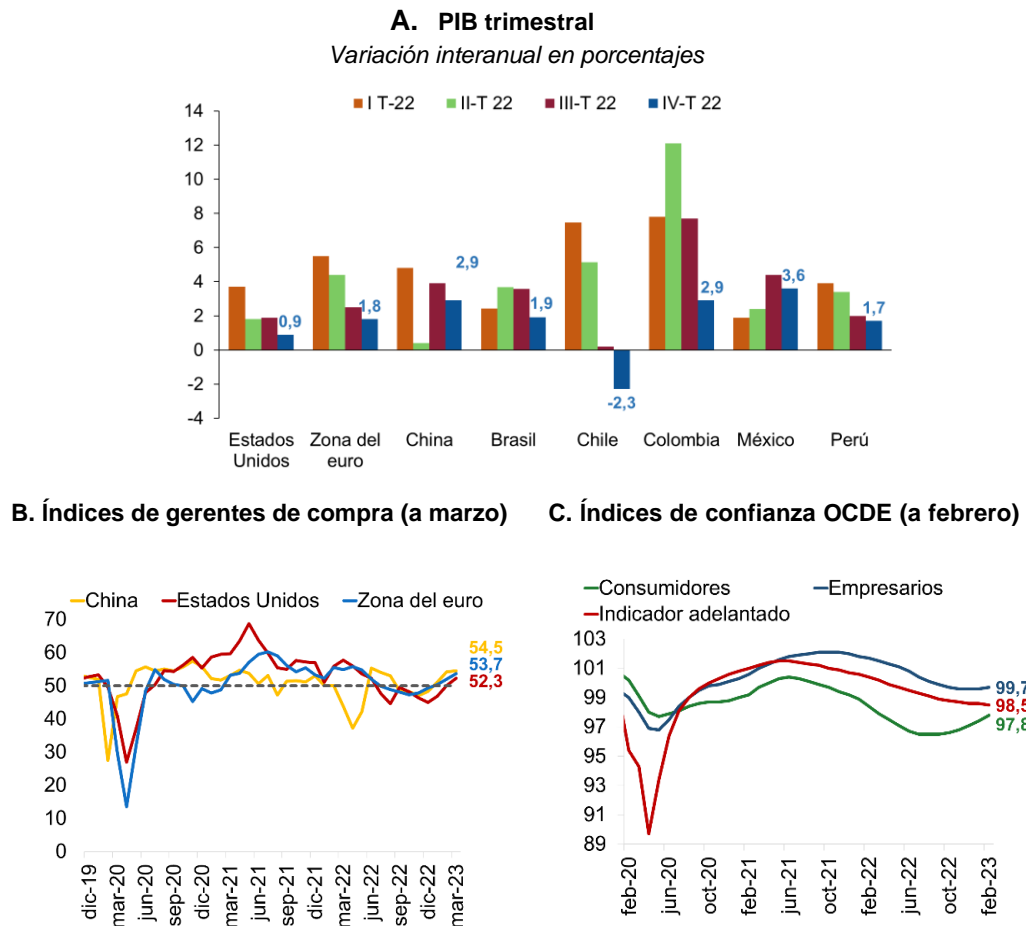
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 24 de abril del 2023.

En un contexto de alta incertidumbre y deterioro en la confianza de los agentes, la actividad económica mundial se desaceleró en el cuarto trimestre del 2022, comportamiento que, según las estimaciones del PIB para el primer trimestre del año en curso, continuaría para algunas de las principales economías.

Los choques globales de los últimos tres años (en especial, la pandemia del COVID-19 y el conflicto bélico en Europa) han dado lugar a un ciclo global de bajo crecimiento económico. Por ejemplo, en Estados Unidos la tasa anualizada de crecimiento del PIB del cuarto trimestre del 2022 fue 2,6% (tercera estimación) contra 3,2% en el trimestre previo, mientras que en la zona del euro el PIB habría crecido 1,8% interanual (tercera estimación), frente al 2,5% observado en el trimestre anterior, y en China pasó de 3,9% en el tercer trimestre a 2,9% en el cuarto trimestre. Este comportamiento también estuvo presente en algunas de las principales economías latinoamericanas (Gráfico 4.A).

En el primer trimestre del 2023 el PIB de Estados Unidos creció 1,1% (primera estimación), por debajo de lo previsto por los analistas económicos (2,0%), en tanto que en ese mismo lapso la variación interanual del PIB en la zona euro fue de 1,3% (primera estimación) y en China de 4,5%.

Gráfico 4. Indicadores de actividad económica



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

No obstante, los indicadores de corto plazo dan señales mixtas. Así, mientras el índice de gerentes de compra⁷ (Gráfico 4.B) apunta a una mejora en los países avanzados, los indicadores de confianza (de los consumidores y los empresarios) en los países miembros de la OCDE⁸, así como el indicador adelantado compuesto para dichas economías⁹ presentan valores inferiores a 100, lo que se interpreta como pesimismo en las condiciones económicas (Gráfico 4.C).

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

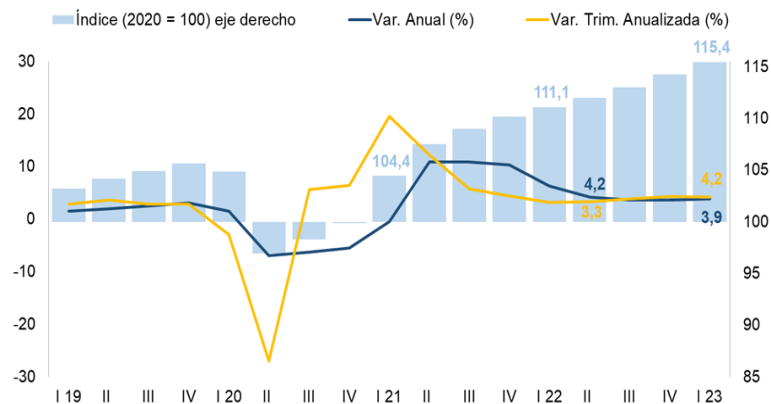
La actividad económica mostró en el cuarto trimestre del 2022 un dinamismo mayor al previsto y las cifras preliminares del primer trimestre del 2023 apuntan que ese dinamismo continúa.

El PIB registró una variación interanual de 3,7% al cuarto trimestre del 2022, 0,7 p.p. más que la variación estimada en el informe de enero (Gráfico 5). Por su parte, en el primer trimestre del 2023 el PIB habría crecido 3,9%, lo cual si bien es inferior al dato registrado en igual periodo del año previo¹⁰, denota una aceleración con respecto al último trimestre del 2022.

La aceleración de la producción se observa también en la tasa de variación trimestral anualizada, la cual presenta un comportamiento al alza desde el segundo trimestre del 2022 cuando se ubicó en 3,3% hasta el primer trimestre del presente año, cuando creció 4,2%.

Gráfico 5. PIB en volumen trimestral

Nivel y serie de tendencia ciclo.



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁷ Si el índice está por encima de 50 indica una expansión y por debajo de 50, contracción.

⁸ Valores por encima de 100 representan optimismo.

⁹ El indicador adelantado compuesto proporciona señales tempranas de puntos de inflexión en los ciclos económicos. Su promedio de largo plazo es 100.

¹⁰ El resultado del primer trimestre del 2022 estuvo todavía influido por el denominado “efecto base” explicado por la contracción registrada en el mismo periodo del 2021.

El dinamismo de la producción durante el primer trimestre del 2023 se explica principalmente por el incremento de la demanda externa y la recuperación en la formación bruta de capital.

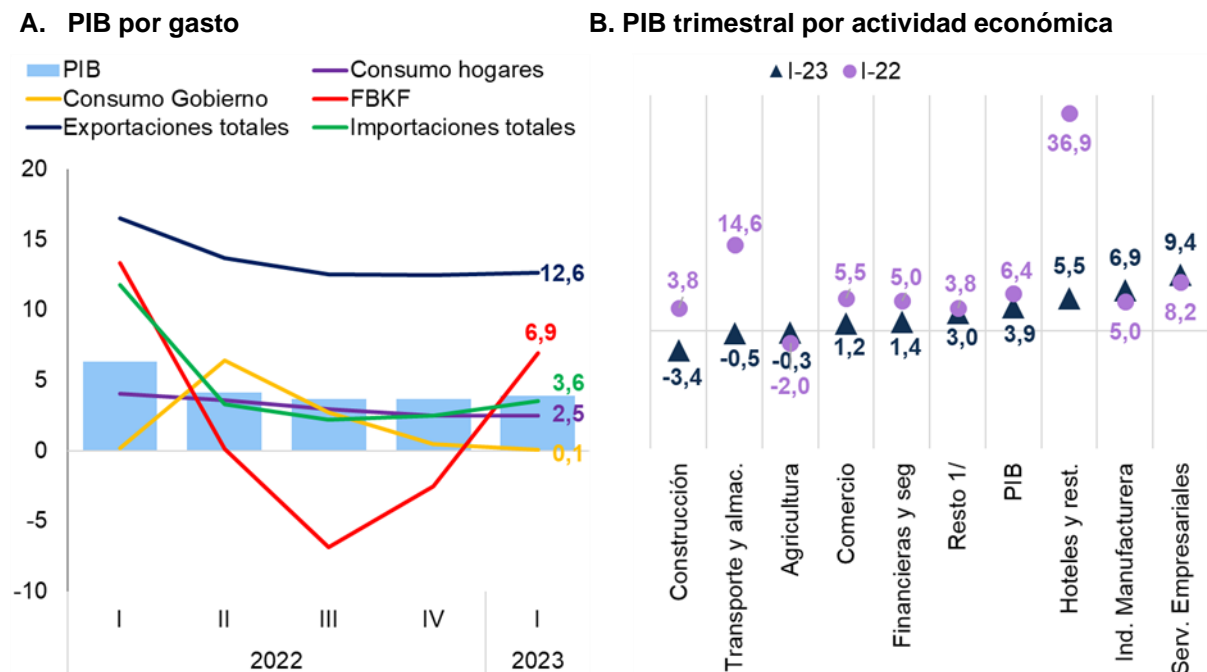
Por componentes del gasto (Gráfico 6.A), el mayor impulso provino de las exportaciones totales, las cuales registraron una variación interanual de 12,6% en el primer trimestre del 2023, similar al crecimiento de los dos trimestres previos. En particular destacaron las exportaciones de servicios, con un incremento de 17,6%, explicado por una mayor demanda por servicios informáticos y empresariales, así como por la entrada de nuevas empresas al régimen de zona franca y el aumento en los ingresos de las firmas ya establecidas en este régimen.

En lo que respecta a las exportaciones de bienes, su crecimiento (11,9%) respondió al dinamismo en la demanda externa por productos manufacturados del régimen especial, particularmente implementos médicos (válvulas cardiovasculares y catéteres). En contraste, las ventas del régimen definitivo mantuvieron la contracción de los trimestres previos.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron 3,6%. En el primer caso destacan las compras de empresas del régimen especial (materias primas relacionadas con la industria química y farmacéutica, así como maquinaria de la industria eléctrica y de comunicación) y en menor medida, con las realizadas por las empresas del régimen definitivo (vehículos, productos alimenticios, productos farmacéuticos e insumos de la industria alimenticia). En la importación de servicios el rubro de mayor significancia es el turismo emisor.

Gráfico 6. PIB en volumen por gasto y por actividad económica

Variación interanual en porcentajes.



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

Destaca, además, la recuperación de la formación bruta de capital fijo, como resultado de la mayor inversión en maquinaria y equipo en zonas francas, así como en equipo de transporte y de telecomunicaciones, que compensaron la menor inversión en nuevas construcciones.

Por el contrario, el consumo de los hogares tendió a desacelerarse desde principios del año anterior, coherente con el efecto de la mayor inflación sobre el ingreso disponible real, el deterioro de los términos de intercambio y el persistente desempleo en el país. Por su parte, el consumo del Gobierno mostró una variación prácticamente nula, reflejo de la política de contención del gasto, tanto en remuneraciones como en la compra de bienes y servicios.

Por actividades, destaca la significativa aceleración en la producción de la industria manufacturera y de los servicios empresariales, así como la moderación en la caída de la construcción y de la agricultura (Gráfico 6.B).

En contraste, la industria manufacturera mostró una aceleración explicada por las empresas del régimen especial, dentro de las cuales destacan las ventas al exterior de implementos médicos. Este comportamiento en el régimen especial más que ha compensado la contracción en la producción de las empresas del régimen definitivo, asociada a los encadenamientos de esta actividad con la agricultura y la construcción, actividades que registraron una caída en el primer trimestre del año en curso.

En el caso de la agricultura esa contracción fue menor que en el primer trimestre del año anterior debido a la moderación en la caída de la producción del banano y piña, así como a la mejora en la producción de actividades de ciclo corto (raíces, tubérculos y hortalizas). Esto último como resultado de condiciones climáticas que permitieron un incremento en la productividad por hectárea.

Por su parte, en el caso de la construcción, destaca el aumento en los proyectos con destino privado (variación interanual de 0,6% en el primer trimestre del 2023 que se compara con -7,9% y -4,5% en el tercer y cuarto trimestres del 2022), tanto de uso habitacional como comercial, mientras que la construcción con destino público, si bien aún registra caídas debido a la subejecución de proyectos de obra pública, principalmente en infraestructura de transporte y en obras de acueductos y alcantarillados, modera el ritmo de contracción con respecto a lo observado en el 2022.

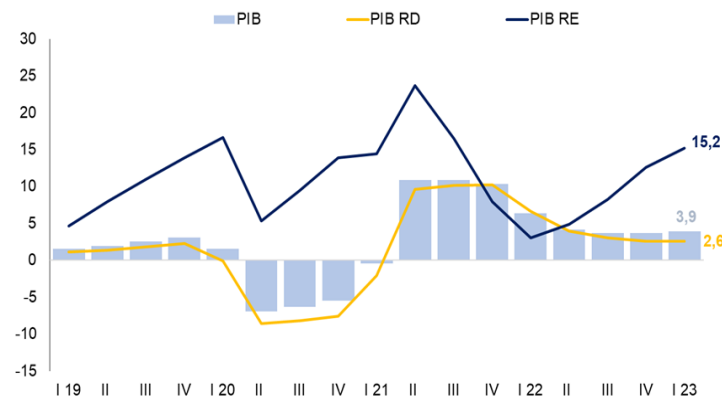
La producción del régimen especial se ha acelerado desde principios del 2022, a diferencia de la del régimen definitivo (Gráfico 7).

La aceleración de la actividad del régimen especial es resultado de una mayor demanda externa, a pesar de la desaceleración en el crecimiento de nuestros socios comerciales, y de la creciente llegada de empresas transnacionales al país como parte de los procesos de relocalización geográfica¹¹.

¹¹ En el 2022 ingresaron al país 58 nuevas empresas al régimen de zona franca y se estiman 21 adicionales para el primer trimestre del 2023.

En contraste, la producción de las empresas del régimen definitivo se ha desacelerado desde la segunda mitad del 2022, en forma coherente con los choques negativos de oferta que afectaron a la agricultura en dicho periodo y la caída en la construcción, que incidieron en la producción de la industria manufacturera y el comercio. Adicionalmente, es de esperar que la desaceleración del consumo privado por la mayor inflación, el incremento en el costo del financiamiento, ante una política monetaria más restrictiva, hayan incidido en la demanda de las empresas del régimen definitivo y, por ende, en sus decisiones de producción.

Gráfico 7. PIB en volumen por régimen de producción
Variación interanual en porcentajes.

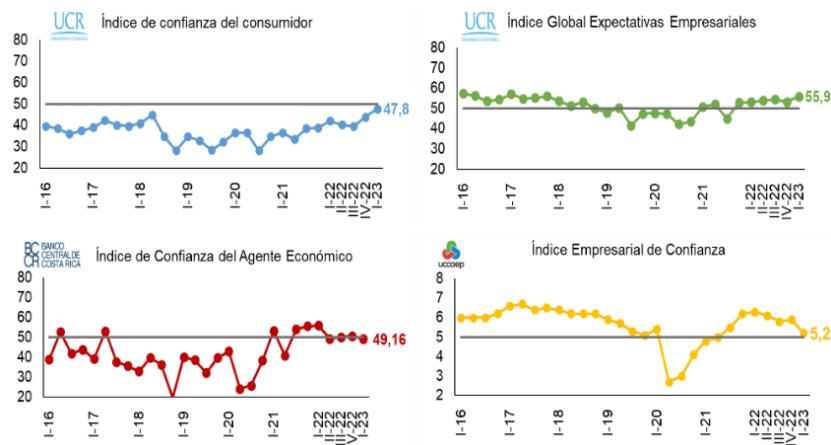


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La confianza de los consumidores mejoró, mientras que en los empresarios las señales son mixtas.

En el primer trimestre del 2023, el Índice de confianza del consumidor se ubicó en 47,8 puntos y mantuvo la tendencia al alza observada desde la segunda mitad del 2022 (Gráfico 8). No obstante, este indicador aún está por debajo de 50, de modo que, pese a la mejora, aun no logra ubicarse en zona de optimismo.

Gráfico 8. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios¹



¹Valores por encima de 50 (o de 5 según 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, el comportamiento reciente de las expectativas es menos claro. Mientras que el Índice Global de Expectativas Empresariales registra una mejora, el Índice Empresarial de Confianza publicado recientemente por la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (Uccaep) y el Índice de Confianza del Agente Económico¹² elaborado por el BCCR muestran un deterioro en el primer trimestre del 2023.

Estos resultados sugieren que, a pesar de que la actividad económica ha mostrado un dinamismo mayor al previsto y las presiones inflacionarias se han moderado de manera considerable, los efectos de una mayor estabilidad macroeconómica no son percibidos de la misma forma por los diferentes agentes económicos, pues reflejan los procesos de ajuste y costos de adaptación a los nuevos balances macroeconómicos.

Por ejemplo, las mayores tasas de interés tienden a incentivar el ahorro, pero limitan las oportunidades de inversión real y el consumo. Igualmente, el éxito exportador de algunas actividades promueve la apreciación del colón, lo que reduce los costos de importación, pero a la vez disminuye los márgenes de utilidad de otros grupos exportadores.

Después del estancamiento registrado desde la segunda mitad del 2022, el mercado laboral mostró una mejora en los primeros meses del presente año la cual, sin embargo, está influida por una menor participación laboral.

En el trimestre móvil finalizado en febrero del 2023, la tasa de desempleo¹³ fue de 11,0%, 2,3 p.p. menos con respecto al mismo mes del año anterior y 1,3 p.p. en comparación con el valor registrado a principios del 2020. Por su parte, la tasa de subempleo¹⁴ fue de 7,8% es decir, 4,3 p.p. menos que un año atrás y 3,9 p.p. por debajo del nivel prepandemia (Gráfico 9.A).

Las cifras anteriores ilustran la mejora en los indicadores de mercado laboral. No obstante, debe señalarse que, en el caso de la tasa de desempleo, la disminución observada en los primeros meses del 2023 con respecto al segundo semestre del año previo responde en parte a una menor participación laboral.

¹² Este índice recoge la percepción de académicos vinculados al área económica, analistas financieros, consultores de temas económicos o financieros y empresarios.

¹³ La tasa de desempleo relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está conformada por las personas de la fuerza de trabajo que estaban sin empleo en la semana de referencia, aunque estaban disponibles para participar en la producción de bienes y servicios económicos y realizaron medidas concretas de búsqueda de trabajo. La fuerza de trabajo es el conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participaron en la producción de bienes y servicios económicos o estaban dispuestas a hacerlo. Está conformada por la población ocupada y la desocupada.

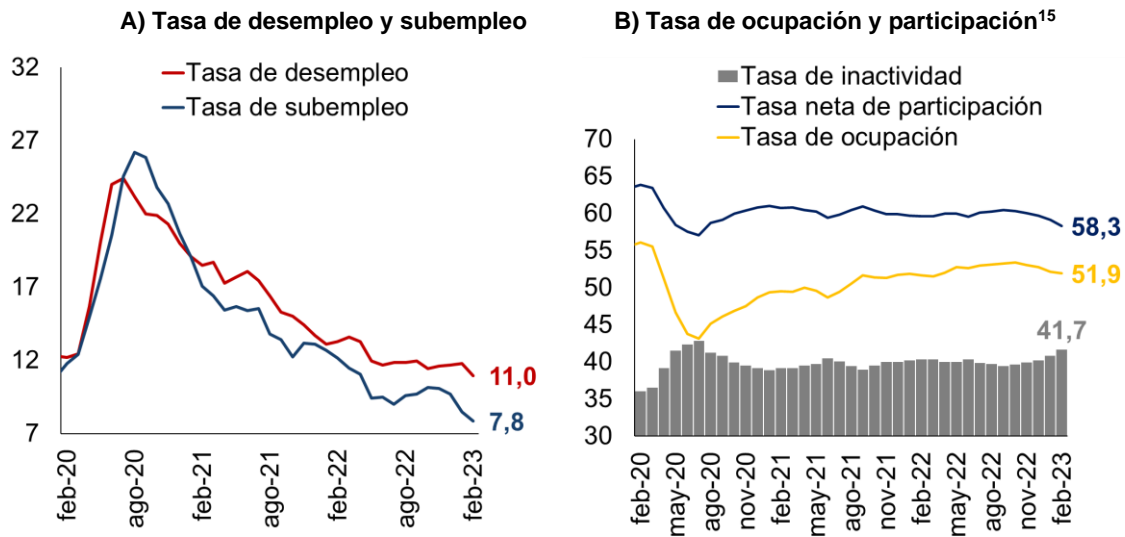
¹⁴ Población ocupada que trabaja menos de 40 horas por semana, quiere trabajar más y está disponible para trabajar más horas de lo que su empleo actual le permite.

La tasa de participación neta se mantuvo en torno al 60% desde el segundo semestre del 2022, pero a partir de diciembre de ese año disminuyó levemente debido a un creciente flujo de trabajadores inactivos en el mercado y, de igual forma, la cantidad de ocupados también disminuyó. Como resultado, la tasa de ocupación se redujo de 53,4% en octubre del 2022 a 51,9% en febrero del 2023 (Gráfico 9.B).

Cabe mencionar que la tasa neta de participación sigue sin regresar a sus niveles prepandemia, lo que refleja un estancamiento de la fuerza laboral. Lo anterior puede estar influenciado por factores reales y estacionales, así como percepciones de los agentes sobre la estrechez en el mercado laboral y aspectos relacionados a las decisiones de retiro por edad o anticipada.

Gráfico 9. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes



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

Finalmente, los salarios reales registraron a febrero del 2023 una contracción de 6,0% en términos interanuales, derivado del aumento en la inflación, pero también del estancamiento en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales durante el 2022 y los primeros meses del presente año. Particularmente, a febrero estos disminuyeron 0,7% interanual (Gráfico 10.A).

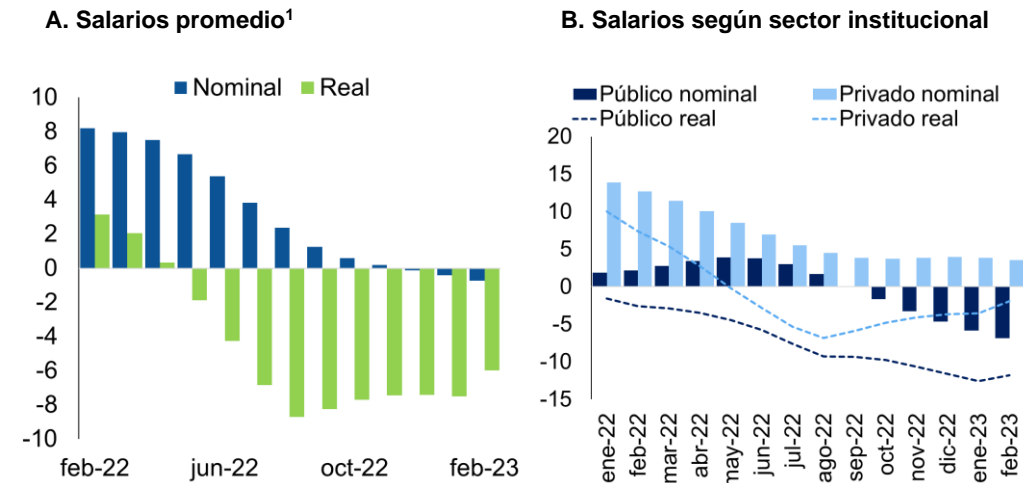
Cabe destacar el comportamiento heterogéneo de los salarios entre algunos grupos del mercado laboral. En particular, al comparar la dinámica de los salarios nominales del sector privado en comparación con los del sector público (Gráfico 10.B), destaca que los primeros, aunque han mostrado una desaceleración, mantienen un ritmo de crecimiento (interanual) cercano al 4% en tanto que los segundos muestran una contracción desde la segunda mitad del año anterior. No obstante, en términos reales ambos registran una caída a febrero.

¹⁵ La tasa neta de participación es la razón entre la fuerza de trabajo y la población en edad de trabajar. La tasa de ocupación es la razón entre la población ocupada y la población en edad de trabajar.

Un comportamiento similar se encuentra en la dinámica de los salarios por sexo, pues la mayor contracción tanto en términos nominales como reales se registra en el caso de las mujeres.

Gráfico 10. Salarios nominales, reales y por sector institucional

En porcentajes



¹Calculada a partir de la serie de tendencia de los salarios nominales y reales.

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

En el primer trimestre del 2023 el déficit de la cuenta corriente fue menor en comparación con el mismo periodo del año previo. Dicho déficit fue financiado en su totalidad con los flujos de ahorro externo que ingresaron al país.

En el periodo en comentario (primer trimestre del 2023), el déficit en cuenta corriente ascendió a *USD* 288 millones, equivalente a 0,3% del PIB (1,2 p.p. del PIB en igual lapso del año anterior). Esta reducción es consecuencia, principalmente, de la caída en el déficit de la cuenta de bienes y, en menor medida, de la disminución en el déficit de la cuenta de ingreso primario y el aumento en el superávit de servicios (Cuadro 1).

La cuenta de bienes registró un déficit de *USD* 1.264,4 millones, equivalente a 1,5% del PIB (2,5% del PIB en mismo periodo de 2022). Este menor déficit responde mayormente a la desaceleración en el crecimiento del valor de las importaciones, consecuente con la moderación en el precio de las materias primas importadas. En particular, la factura petrolera registró en los primeros tres meses del año en curso una variación interanual de 8,8%, que es considerablemente inferior al incremento observado un año atrás (96,1%).

El déficit de la cuenta de ingreso primario ascendió a *USD* 1.747,4 millones (2,0% del PIB), monto inferior en 0,1 p.p. del PIB al del primer trimestre del 2022. Esto debido a la menor renta de la inversión directa a PIB, especialmente por el componente de utilidades reinvertidas, toda vez que el rubro de intereses de la deuda pública externa registró un leve incremento en términos del PIB en ese mismo lapso.

Por su parte, el superávit de la cuenta de servicios ascendió a *USD* 2.588,6 millones (3,0% del PIB que se compara con 2,9% del PIB en el primer trimestre del 2022). Este leve incremento está relacionado en su mayor parte con el dinamismo del turismo receptivo, el cual se encuentra en un proceso de recuperación desde el último trimestre del 2020¹⁶.

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de *USD* y como porcentaje del PIB

| | Millones de dólares | | Porcentaje del PIB | |
|---|---------------------|--------------|--------------------|-------------|
| | Primer trimestre | | Primer trimestre | |
| | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| I Cuenta corriente | -1 005 | -288 | -1,5 | -0,3 |
| A. Bienes | -1 679 | -1 264 | -2,5 | -1,5 |
| Exportaciones FOB | 4 019 | 4 719 | 5,9 | 5,5 |
| Importaciones CIF | 5 697 | 5 983 | 8,3 | 7,0 |
| B. Servicios | 2 011 | 2 589 | 2,9 | 3,0 |
| Viajes | 627 | 893 | 0,9 | 1,0 |
| C. Ingreso Primario | -1 469 | -1 747 | -2,1 | -2,0 |
| Intereses de la deuda pública externa | -184 | -356 | -0,3 | -0,4 |
| Resto del ingreso primario | -1 285 | -1 392 | -1,9 | -1,6 |
| D. Ingreso secundario | 132 | 135 | 0,2 | 0,2 |
| II Cuenta de capital | 4 | 4 | 0,0 | 0,0 |
| Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-) | -1 000 | -284 | -1,5 | -0,3 |
| III Cuenta financiera | -1 222 | -858 | -1,8 | -1,0 |
| Sector público | -418 | 400 | -0,6 | 0,5 |
| Sector privado | -804 | -1 257 | -1,2 | -1,5 |
| Pasivos de inversión directa | -1 106 | -900 | -1,6 | -1,0 |
| IV Activos de reserva | 222 | 544 | 0,3 | 0,6 |
| Saldo de activos de reserva | 7 060 | 9 139 | 10,3 | 10,6 |

¹Cifras preliminares al primer trimestre del 2023

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los flujos de ahorro externo netos que ingresaron al país en el primer trimestre del 2023, aunque menores en comparación con el mismo período del año previo, permitieron financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciaron una acumulación de activos de reserva de *USD* 543,8 millones (0,6% del PIB).

Dichos flujos financieros ascendieron a *USD* 857,8 millones, que equivalen a 1,0% del PIB (1,8% del PIB en el mismo periodo del año previo). El financiamiento externo fue dirigido fundamentalmente al sector privado (1,5% del PIB), toda vez que el sector público registró salidas de recursos en torno al 0,5% del PIB.

¹⁶ En el primer trimestre del 2023 alcanzó un nivel equivalente al 96,3% de lo registrado en similar período del 2019 (previo a la pandemia).

El financiamiento neto al sector privado en este período se explica en su mayoría por los flujos de inversión directa (1,0% del PIB) y por la reducción de activos externos (en especial, títulos valores) del resto del sector privado no bancario en comparación con el año previo (0,7% del PIB).

Por último, las salidas de recursos del sector público se originaron en el pago de títulos de deuda externa del Gobierno General (BDE 2023) realizado en enero por un monto equivalente a 1,2% del PIB. Esta salida de recursos fue parcialmente compensada por los ingresos generados por la caída (alrededor de 0,7% del PIB) en la tenencia de activos externos por parte de los bancos públicos.

Producto de los movimientos antes comentados, al término de marzo del 2023 el saldo de los activos de reserva ascendió a *USD* 9.139,3 millones (10,6% del PIB), lo cual llevó a que las reservas internacionales (RIN) representaran 108,6% de su nivel adecuado¹⁷ (Recuadro 1). En relación con otros indicadores tradicionales de reservas internacionales, este saldo de activos equivale a 5,5 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 1,8 veces de la deuda externa total de corto plazo del país.

¹⁷ Según el indicador de seguimiento de reservas para un régimen cambiario flotante.

Recuadro 1. Indicador de reservas adecuadas para Costa Rica según la metodología del Fondo Monetario Internacional

Uno de los principales motivos por el que los países acumulan reservas internacionales es para mitigar el impacto de choques externos adversos que reducen de manera repentina los flujos netos de capitales. Esto se debe a que cuando dichos choques se presentan, el banco central puede utilizar sus reservas internacionales para compensar la reducción de esos flujos, lo cual permite mantener la estabilidad macroeconómica y moderar el costo en bienestar que implica la adaptación de la economía a las nuevas condiciones internacionales.

Debido a lo anterior, en general, se considera apropiado que las economías posean con fines precautorios cierto nivel de reservas internacionales como “blindaje financiero” ante choques externos negativos. Igualmente es cierto que, aunque las reservas internacionales tienen este objetivo precautorio, representan un costo. Por esa razón, en la literatura económica se ha planteado un conjunto amplio de indicadores que procuran orientar a las autoridades sobre el nivel de reservas internacionales con el que debería contar un país.

Tradicionalmente el BCCR ha dado seguimiento al desarrollo de estos indicadores en la literatura con el fin de aplicarlos al contexto costarricense. En la última revisión (documento de trabajo N.º 02-2021 “Indicadores de reservas internacionales adecuadas y óptimas para Costa Rica” — Méndez-Chacón, 2021) se incluye un indicador diseñado por el FMI para identificar el nivel de reservas adecuadas¹⁸. Este recuadro refiere a este indicador como Reservas Adecuadas según metodología del FMI, y en adelante se denotará como RA^{FMI}.

El RA^{FMI} condensa varias dimensiones de inestabilidad externa y, empíricamente, ha demostrado tener un desempeño superior al de otros indicadores cuando se utiliza para predecir de forma temprana episodios de crisis externas. A pesar de que la metodología data del 2011, el RA^{FMI} tiene una relevancia creciente como criterio de los bancos centrales al definir sus niveles de reservas internacionales (World Bank, 2019).

Seguidamente, se expone la metodología de cálculo del nivel de reservas adecuadas según el FMI (RA^{FMI}) y su uso para evaluar el saldo de RIN en la economía costarricense.

Indicador del nivel de reservas adecuadas propuesto por el FMI (RA^{FMI})

El RA^{FMI} considera cuatro dimensiones que podrían ser fuente de inestabilidad externa:

1. Servicio de la deuda externa a corto plazo (DECP): mide la capacidad de las RIN para cubrir los pagos por servicio de la deuda externa (amortización más intereses) tanto del sector público como privado hasta por un año sin recurrir a nuevo financiamiento externo.
2. Otros pasivos (OP): refleja potenciales salidas de instrumentos financieros (“inversiones” de portafolio). A partir de la Posición de Inversión Internacional (PII) se incluyen:
 - a. Inversión de cartera: Títulos de deuda (pasivos).
 - b. Otra inversión (pasivos): incluye créditos comerciales, préstamos, otras cuentas por pagar.

¹⁸ *Assessing Reserve Adequacy (ARA) metric.*

3. Dinero en sentido amplio (DA): permite incorporar el riesgo de salida de capitales. Representa el acervo de activos domésticos que los depositantes podrían convertir en activos en moneda extranjera durante una crisis, más aquellos que ya mantienen en dicha moneda¹⁹.
4. Ingreso por exportaciones (X): captura la reducción potencial en el ingreso de divisas debido a caídas en la demanda externa o en los términos de intercambio.

El indicador de reservas adecuadas corresponde a una suma ponderada de las cuatro dimensiones antes expuestas. El peso dado a cada una varía en función del tipo de régimen cambiario del país. En el caso de Costa Rica, desde enero del 2015 el BCCR adoptó formalmente (*de jure*) un régimen cambiario de flotación administrada, por lo que se sigue la recomendación del FMI para economías cuyo esquema cambiario es flotante. Así, el indicador se calcula de la siguiente forma:

$$30\% \text{ de DECP} + 15\% \text{ de OP} + 5\% \text{ de DA} + 5\% \text{ de X}$$

Lo anterior establece un monto de reservas adecuadas mínimo. Dada la incertidumbre sobre el comportamiento prospectivo de estas variables, el FMI propone que un país tiene un nivel adecuado de reservas si éstas se encuentran en un intervalo definido entre 100% y 150% del valor mínimo calculado con el indicador RA^{FMI}. De esta forma se resalta también la incertidumbre inherente a la estimación de los posibles riesgos de crisis de balanza de pagos²⁰.

Estimación del RA^{FMI} para Costa Rica

A continuación, se estima el RA^{FMI} para Costa Rica desde el I trimestre del 2019 al II trimestre del 2023. Para el II trimestre de 2023, se utiliza la información de reservas al 20 de abril del año en curso.

El Gráfico 1.1 (a) muestra el monto de reservas adecuadas para Costa Rica, como porcentaje del PIB, según la metodología propuesta por el FMI. Para cada trimestre, el límite inferior del rango representa la cantidad mínima de reservas que debió mantener el país. Para el primer trimestre del 2023 esa cantidad representa aproximadamente 10% del PIB (USD 8.410 millones).

El Gráfico 1.1 (b) muestra las reservas observadas como porcentaje de las reservas adecuadas, según la metodología RA^{FMI}. La recomendación del FMI es que dicho porcentaje debería ubicarse entre 100% y 150%. En el caso costarricense, salvo el periodo comprendido entre el cuarto trimestre del 2021 y el tercero del 2022, las reservas se ubicaron dentro del rango adecuado sugerido por el FMI.

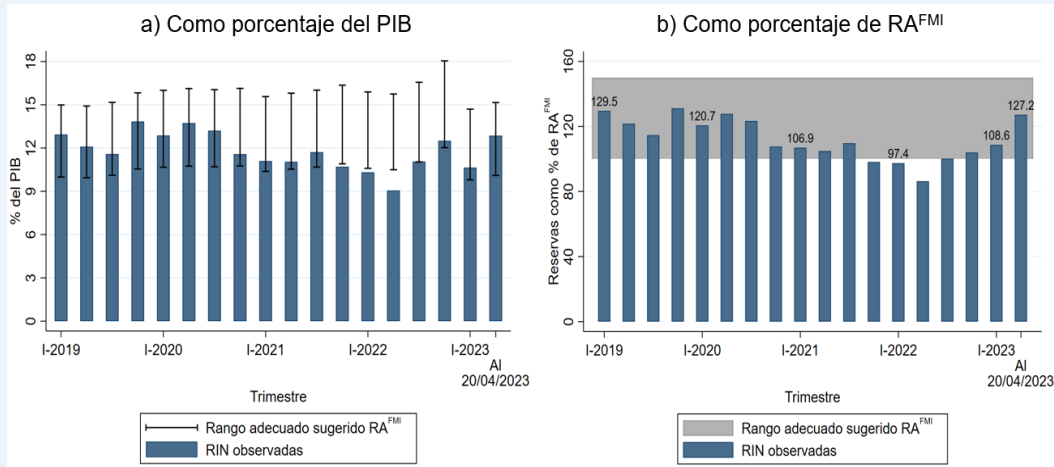
Ese desvío con respecto al nivel adecuado obedeció a factores coyunturales, precisamente al período en el que la economía costarricense utilizó parte de las reservas internacionales para amortiguar los efectos de una secuencia de choques externos negativos excepcionales. En un lapso poco mayor a dos años la economía costarricense experimentó una caída en el

¹⁹ En el cálculo para Costa Rica, corresponde a la liquidez total del Sistema Financiero Nacional (SFN), definida como los activos financieros totales a disposición de la economía emitidos por el SFN, tanto monetarios como cuasimonetarios (BCCR, n.d.).

²⁰ Mayor detalle sobre la metodología que sustenta al RA^{FMI} se puede consultar en los siguientes artículos publicados por el FMI en esta materia: IMF (2011), IMF (2013a), IMF (2013b), IMF (2015), y IMF (2016).

ingreso de divisas ligada a los efectos de la pandemia por COVID-19, particularmente en la industria turística. Al mismo tiempo, durante este periodo la demanda de divisas aumentó influida por los problemas en las cadenas globales de suministro (que llevaron a aumentos en el costo del transporte internacional), aumentos en los precios de las materias primas (exacerbados por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania), el mayor requerimiento por parte de las operadoras de pensiones que buscaron diversificar la cartera de activos financieros, y el vencimiento de deuda en dólares del Gobierno.

Gráfico 1.1. Reservas adecuadas según la metodología propuesta por el FMI (RA^{FMI}) y reservas observadas para Costa Rica (I trimestre del 2019 al II trimestre del 2023)



Notas: 1) la información para el II trimestre de 2023 corresponde al nivel de reservas al 20 de abril de 2023.
 2) El rango adecuado de las reservas adecuadas como porcentaje del PIB disminuye en el 2023 producto de la apreciación nominal del colón y su impacto en el PIB medido en dólares.
 Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Referencias:

BCCR (n.d.). *Nota metodológica monetaria*. Disponible en: <https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos//DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/NotaMetodologica1Monetario.htm> [Accesado: 27-3-2023].

International Monetary Fund (IMF) (2011). *Assessing Reserve Adequacy*. Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments in consultation with other Departments, IMF.

International Monetary Fund (IMF) (2013a). *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations*. IMF Policy paper, IMF.

International Monetary Fund (IMF) (2013b). *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations – Supplementary Information*. IMF Policy paper, IMF.

International Monetary Fund (IMF) (2015). *Assessing Reserve Adequacy—Specific Proposals*. IMF Policy paper, IMF.

International Monetary Fund (IMF) (2016). *Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations*. IMF Policy paper, IMF.

Méndez-Chacón, E. (2021). *Reservas internacionales netas adecuadas y óptimas en Costa Rica*. Documento de Trabajo N.º 02-2021. San José: Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica.

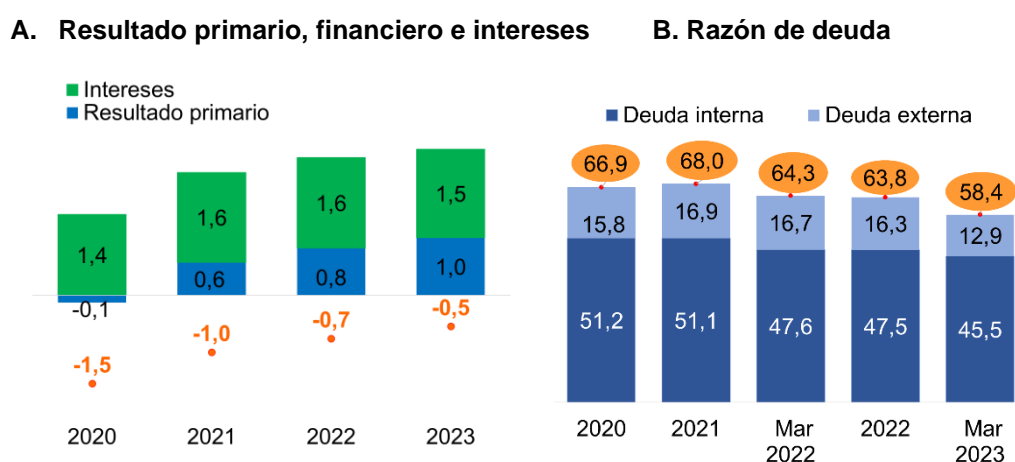
World Bank (2019). *Inaugural RAMP Survey on the Reserve Management Practices of Central Banks: Results and Observations*.

En el primer trimestre del 2023 el Gobierno Central generó un mayor superávit primario y un menor déficit financiero con respecto a igual lapso del bienio previo.

El Gobierno Central (GC) acumuló a marzo del año en curso un superávit primario equivalente a 1,0% del PIB, en tanto que el déficit financiero se ubicó en 0,5% del PIB (0,8% y -0,7% un año antes, en el orden indicado). Este comportamiento respondió tanto al sostenido aumento en la recaudación tributaria (3,9% del PIB)²¹ como al menor crecimiento del gasto primario (gasto total menos intereses), debido a la aplicación de la regla fiscal. Sin embargo, ese efecto fue parcialmente compensado por el pago de intereses, que representó 1,5% del PIB. (Gráfico 11.A).

Gráfico 11. Gobierno Central: resultado financiero, primario e intereses y razón de deuda.

Porcentaje del PIB a marzo de cada año



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

El gasto primario del Gobierno disminuyó 1,8% (crecimiento de 4,4% en marzo del 2022), principalmente como resultado de la contención de los gastos en remuneraciones, compra de bienes y servicios, y transferencias corrientes. Además, el rubro de intereses aumentó 3,7%, lo cual llevó a un decrecimiento de 0,1% en los gastos totales (6,3% de crecimiento en el año previo).

En el primer trimestre del 2023 el Gobierno Central se financió mayormente mediante la colocación de bonos de deuda interna en el sector privado (1,1% del PIB) y el uso de parte de sus depósitos en el BCCR (0,5% del PIB). Pese a ello, la razón de deuda a PIB con respecto a diciembre pasado disminuyó 5,4 p.p. para alcanzar preliminarmente 58,4% del PIB en marzo (Gráfico 11.B). Cerca del 77,9% de la deuda del Gobierno es interna y el 22,1% restante es externa (45,5% y el 12,9% como proporción del PIB, en ese orden).

²¹ Los ingresos totales crecieron 4,0% en marzo del 2023 (11,4% un año antes). En el caso de los ingresos tributarios (4,5%), destacaron las recaudaciones en renta con 4,1% (17,1% en el 2022) y por concepto del valor agregado, con un aumento de 0,9% (23,0% un año antes).

La razón de deuda toma como referencia el PIB estimado para este año en el presente Informe. En la disminución de la relación deuda-PIB, de marzo del 2023 con respecto a diciembre de 2022, intervienen una diversidad de elementos.

Desde el punto de vista de la disciplina fiscal, el hecho más relevante es la generación de un superávit primario que tiende a moderar el incremento de la deuda para cubrir el exceso de gastos sobre ingresos.

Dado que se trata de explicar la variación en una razón, otro enfoque es analizar los cambios en el numerador y en el denominador. En el numerador se tiene el efecto de la reducción del valor de la deuda que se contrató en moneda extranjera, dada la apreciación del colón, así como el pago por USD 1.000 millones de deuda externa realizado en enero del presente año. Los cambios en el denominador se deben al crecimiento del PIB nominal; es decir al efecto conjunto del crecimiento real de la actividad económica y de los precios (inflación).

La mejora en el desempeño fiscal y la confianza de los agentes económicos sobre la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones le permitieron al Gobierno colocar deuda interna a tasas ligeramente inferiores a las registradas en diciembre del 2022. En particular, la reducción acumulada de tasas en los diferentes plazos durante las subastas realizadas entre enero y el 24 de abril del 2023, es en promedio 132 puntos base.

El 27 de marzo pasado Costa Rica colocó USD 1.500 millones en los mercados internacionales, como parte del programa de emisiones autorizado mediante la Ley 10.332, por USD 5.000 millones. La transacción se estructuró con un bono con una vida media de 10 años plazo y un rendimiento de 6,55%, aproximadamente 300 p.b. sobre los bonos del tesoro de los Estados Unidos para un plazo comparable.

1.3 Condiciones monetarias

Se estima que el comportamiento de los agregados monetarios en el primer trimestre del 2023 no generará mayor inflación a futuro. Además, el ahorro financiero dio indicios de un aumento en la dolarización²².

La base monetaria disminuyó cerca de ¢167 mil millones en el primer trimestre del 2023, lo cual significó una variación interanual de 16,8% al finalizar marzo. Esta disminución se explica, principalmente, por el aumento en los depósitos netos recibidos por el BCCR en el MIL, el incremento de los depósitos del Gobierno Central en colones, la colocación neta de bonos de estabilización monetaria (BEM) y la disminución en el saldo de la facilidad de crédito dada en el pasado a los intermediarios financieros. Estos movimientos contractivos fueron parcialmente compensados por la compra neta de dólares del BCCR en el mercado cambiario²³ y el pago de intereses sobre los BEM.

²² Considera información de BCCR y de intermediarios financieros (preliminar) al 31 de marzo 2023. Asimismo, la valoración de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

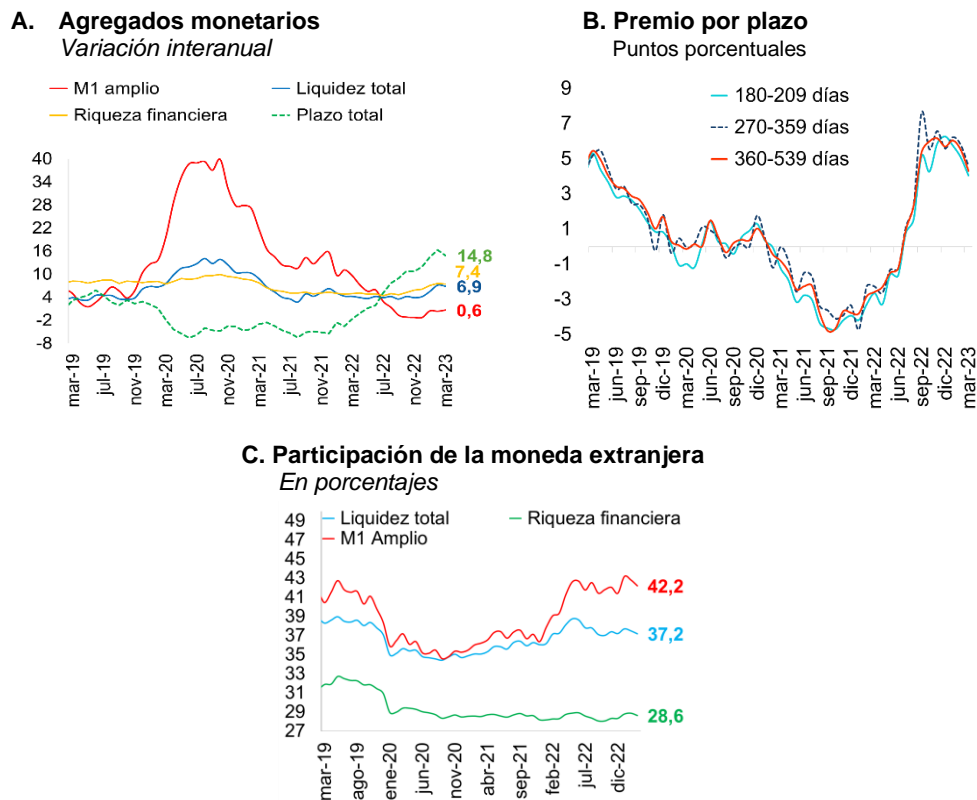
²³ En el primer trimestre del 2023 las compras netas de dólares del BCCR en el mercado cambiario más que duplicó las observadas en el trimestre previo (USD 1.250,2 millones contra USD 451,5 millones).

Al finalizar marzo las tasas de crecimiento de los principales agregados monetarios fueron superiores a las observadas al término del trimestre previo (Gráfico 12.A), pero inferiores al crecimiento conjunto de la actividad económica y la meta de inflación.

La liquidez total y la riqueza financiera total crecieron en torno a 7,0%, en promedio²⁴, mientras que el medio circulante amplio apenas aumentó 0,6%. Este comportamiento, observado desde meses atrás, es consecuente con el incremento en las tasas de interés en colones que llevó a los agentes económicos a trasladar parte de sus ahorros desde instrumentos financieros altamente líquidos hacia opciones a plazo.

No obstante, en marzo se observó, con respecto al mes previo, una reducción en las tasas de interés pasivas en colones, lo cual junto con el aumento de las tasas de interés pasivas en dólares y el aumento en las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), llevó a una reducción en el premio por ahorrar en moneda nacional, el cual pasó de registrar valores entre 559 y 627 p.b. en diciembre del 2022 a ubicarse entre 404 y 457 p.b. al finalizar marzo del 2023 (Gráfico 12.B).

Gráfico 12. Agregados monetarios, participación relativa de la moneda extranjera (ME) y premio por ahorrar en moneda nacional



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁴ Este porcentaje se ubica en torno al crecimiento real de la economía previsto para el 2023 y la meta de inflación, razón por la cual se estima que su evolución no incuba presiones inflacionarias.

La disminución en el premio por ahorrar en moneda nacional podría explicar en parte el ligero repunte observado en la dolarización del ahorro financiero (Gráfico 12.C). La participación relativa del componente de la moneda extranjera en los agregados monetarios aumentó (en promedio) en torno a 0,4 puntos porcentuales en el primer trimestre del 2023.

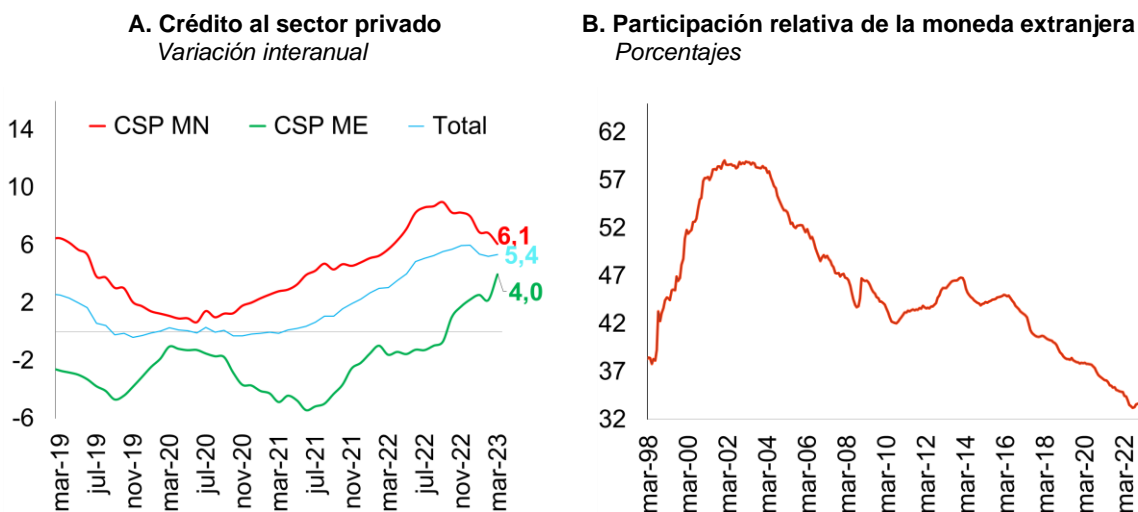
La tasa de crecimiento del crédito al sector privado en colones se moderó y en dólares se recuperó.

Al término del primer trimestre del 2023, el crédito al sector privado creció a una tasa anual de 5,4% (6,0% en diciembre del 2022, Gráfico 13.A), desaceleración explicada por las operaciones en colones que registraron una variación anual de 6,1% (8,0% en diciembre) mientras que el crédito en moneda extranjera se incrementó en 4,0%, con lo que acumuló seis meses consecutivos de crecimiento. La participación relativa del crédito en moneda extranjera en la cartera total mostró un leve repunte (Gráfico 13.B) y se ubicó en 34,0% en marzo del 2023 (33,7% en diciembre anterior).

La mayor demanda de crédito en dólares es consecuente con el encarecimiento relativo del crédito en colones, dado el aumento en las tasas de interés activas en esa moneda.

Al finalizar marzo, la tasa activa promedio ponderada del sistema financiero se ubicó en 13,02% en colones, 60 p.b. superior a la registrada tres meses atrás, mientras en dólares alcanzó 7,68% inferior en 22 p.b. a la observada en diciembre pasado. Cabe mencionar que, de acuerdo con información de la Sugef, la mayor parte del incremento en el crédito en moneda extranjera no está expuesto al riesgo cambiario.

Gráfico 13. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera



¹Cifras sin efecto cambiario.

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.

Por último, el análisis de fuentes y usos de los intermediarios financieros muestra que el incremento del crédito en el primer trimestre del año (información preliminar) fue financiado principalmente con fondos provenientes de las obligaciones con el público.

1.4 Inflación

La inflación general y la subyacente mantuvieron en el primer trimestre del 2023 la tendencia a la baja iniciada en setiembre del 2022, pero ambos excedieron el límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta.

La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente, luego de alcanzar, en ese orden, tasas de variación máximas de 12,1% y 7% en agosto del 2022, retrocedieron de manera sostenida hasta ubicarse en marzo del presente año en 4,4% y 4,3% (Gráfico 14.A), tasas que todavía se ubican aún por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta establecida por el BCCR (3,0% \pm 1 p.p.). Sin embargo, estimaciones del BCCR apuntan a que en los meses próximos la inflación se ubicaría dentro de dicho rango.

El comportamiento de la inflación en el primer trimestre del presente año es explicado en mayor medida por los precios de los bienes, cuyos aumentos interanuales se moderaron con respecto a los trimestres previos²⁵. En particular, destacan los alimentos y combustibles, que aportaron 62,3% y -9,8%, en ese orden, a la inflación general de marzo²⁶. Por el contrario, los precios de los servicios más bien incrementaron su contribución a la inflación en el trimestre en análisis, a 35,2% en promedio, desde 21,9% en el cuarto trimestre del 2022 (en igual orden, el crecimiento interanual medio pasó a 4,3% desde 4,0%).

La evolución del precio de los combustibles y de la electricidad determinó la desaceleración de la inflación del componente regulado del IPC en el trimestre en comentario²⁷, mientras que la del componente no regulado se asocia con la disminución en el crecimiento del precio de los alimentos. El primero de estos componentes creció a una tasa interanual promedio de 2,0% en el primer trimestre del año en curso, inferior en 6,2 p.p. con respecto al cuarto trimestre del 2022. El componente no regulado también desaceleró en los primeros tres meses del 2023, aunque a un menor ritmo, a una tasa media de 6,7% desde el 8,4% registrado en el trimestre previo (Gráfico 14.B).

²⁵ En el primer trimestre del 2023 crecieron a una tasa interanual promedio de 7,2%, inferior en 5,0 p.p. a la del trimestre previo (al excluir alimentos y combustibles la tasa fue de 2,0% y 5,4% para esos lapsos). Dada su ponderación (53%) en la canasta del IPC base diciembre del 2020, alrededor del 64,8% de la inflación general en el primer trimestre del 2023 fue explicada por el aporte de la inflación de bienes, cifra que alcanzó 78,1% en el cuarto trimestre del 2022.

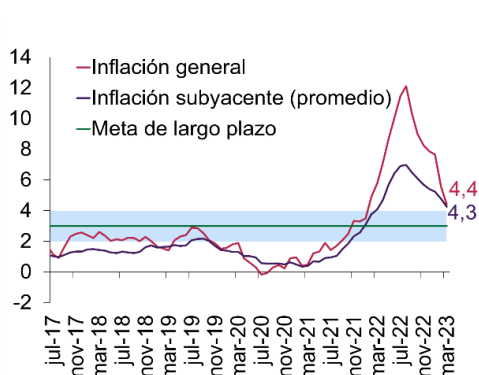
²⁶ Los alimentos y combustibles registraron un crecimiento interanual promedio durante el primer trimestre del 2023 de 15,2% y 0,5% en ese orden, particularmente en marzo fue de 12,4% y -7,6%.

²⁷ El precio local de los combustibles aumentó en promedio 0,5% (14,6% en el trimestre previo), mientras que el precio de la electricidad cayó 5,8% desde -1,1% en el cuarto trimestre del 2022.

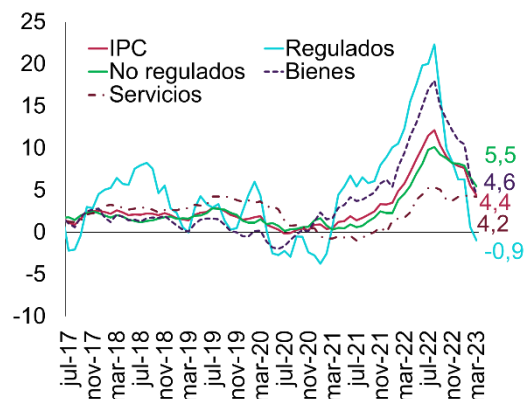
Gráfico 14. Indicadores de inflación

Variación interanual, en porcentajes

A. Inflación general y subyacente



B. IPC según subíndices



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

La desaceleración sostenida de la inflación refleja el proceso de reversión de los choques de oferta de origen externo, así como el efecto de las medidas de política monetaria restrictiva.

Entre los factores externos que han favorecido la reducción de la inflación local en los últimos siete meses terminados en marzo pasado, destacan la baja de los costos de transporte, la continua normalización en las cadenas de suministros y la reducción de los precios de las materias primas. Lo anterior se evidencia en el comportamiento a la baja en los precios de los alimentos y combustibles en el mercado internacional.

En línea con lo anterior, la variación interanual promedio del Índice mensual de precios de materias primas importadas por Costa Rica entre julio del año pasado y marzo del presente año disminuyó a 9,8% (creció 30,5% en el primer semestre del 2022); en particular, los precios de los granos básicos cayeron 16,0% en marzo, desde un crecimiento de 10,2% en diciembre pasado²⁸, en tanto que el crudo WTI registró tasas de -32,6% y 7,1% en esos meses. Por otra parte, el precio de transporte de contenedores registró en marzo del año en curso un costo promedio de *USD* 1.578 desde *USD* 10.866 en setiembre del 2021 (reducción de 85,5%).

Vinculado con la reversión parcial de los choques de oferta de origen externo, el Índice de precios del productor de la manufactura (IPP-MAN) ha desacelerado desde el segundo semestre del 2022²⁹ (Gráfico 15.A). En el primer trimestre del 2023 ese comportamiento se reforzó, con una variación interanual promedio de 4,3% (10,0% en el trimestre previo). Congruente con lo anterior, al desagregar este indicador por tipo de bien, se considera

²⁸ El Índice de precios de los alimentos de la FAO, mostró una caída interanual promedio de 10,9% en el primer trimestre del 2023 (crecimiento de 4,2% en el segundo semestre del 2022 desde 25,2% en la primera parte de ese año).

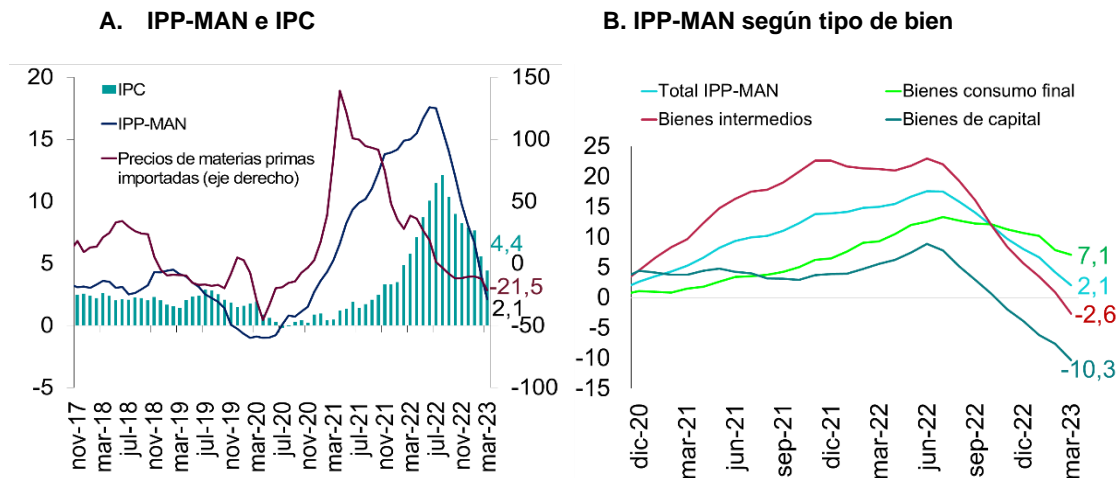
²⁹ La desaceleración del IPP-MAN se manifestó con mayor intensidad en su componente no alimenticio que en el alimenticio, con una variación interanual en marzo del 2023 de -4,8% y 7,9% en ese orden, desde 18,0% y 17,1% en julio del 2022.

que la magnitud a la que se transmiten los mayores costos de los bienes de consumo final manufacturados a los precios medidos con el IPC tendió a moderarse³⁰ (Gráfico 15.B).

Aunado a lo anterior, algunos factores del ámbito interno también contribuyeron a la caída de la inflación a partir de setiembre del 2022. Entre ellos destaca el efecto acumulado de las medidas de política monetaria, sobre todo de los incrementos en la TPM entre diciembre del 2021 y octubre del 2022, así como la apreciación del colón desde julio del año pasado. El alza en la TPM de 825 p.b. propició una postura restrictiva de la política monetaria a partir de noviembre del año pasado, postura que se mantiene a pesar de la reducción de 50 p.b. y 100 p.p. en dicho indicador acordada en las reuniones de política monetaria de marzo y abril del presente año. Las acciones de política monetaria permitieron moderar las presiones de demanda agregada³¹, lo cual coadyuvó a contener los efectos inflacionarios de segunda ronda.

Gráfico 15. Precios del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Prospectivamente, la reducción de la presión inflacionaria se infiere de las expectativas de inflación, generadas a partir de la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios (Gráfico 16). En efecto, en abril del 2023, la mediana de las expectativas a 12 y 24 meses fue de 4,1% y 4,0% respectivamente, desde los máximos registrados en agosto del 2022 de 9,5% y 7,0% en ese orden. Ha de señalarse que, por sexto mes consecutivo, la expectativa a 24 meses se mantuvo en el límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación, mientras que la de 12 meses muestra una relativa resistencia a ubicarse en ese rango de tolerancia.

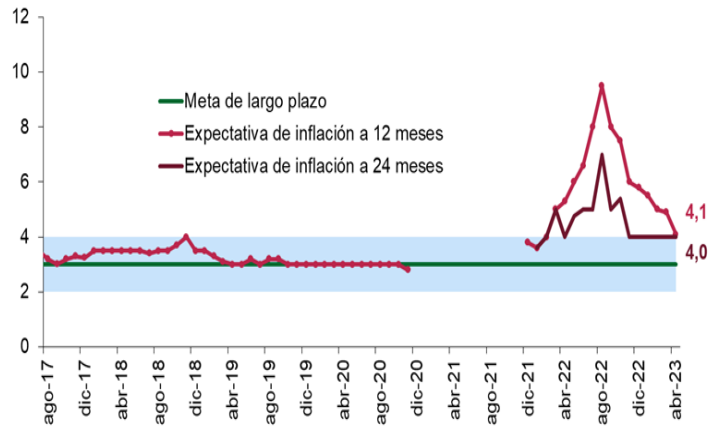
³⁰ El subíndice de precios de bienes de consumo final es el que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC; en marzo alcanzó una tasa de 7,1% desde 10,7% en diciembre del 2022. Sin embargo, la desaceleración de este componente es menor en comparación con los otros dos (bienes intermedios y de capital).

³¹ La brecha del producto se estima retornó a valores negativos en el segundo semestre del 2022, luego de permanecer en cifras positivas desde el tercer trimestre del 2021.

Desde el punto de vista de la política monetaria, es necesario que las expectativas inflacionarias converjan a la meta de inflación, para evitar que el desvío entre dichos conceptos distorsione el proceso de formación de precios y, de esta forma, retrase la reducción de la inflación.

Gráfico 16. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹

Variación interanual, en porcentajes



¹La Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio se suspendió de diciembre del 2020 a noviembre del 2021 y fue reanudada en enero del 2022 para horizontes de 12 y 24 meses para la inflación y de 3 y 12 meses para el tipo de cambio (en diciembre del 2021 se consultó las expectativas de inflación solo a 12 meses). Al respecto, ver: [“Suspensión de la encuesta Expectativas de inflación y tipo de cambio”](#) y [“Banco Central reanuda Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio”](#).

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

El Banco Central disminuyó la TPM en 50 p.b. en el primer trimestre del 2023 y en 100 p.b. en abril, luego de un proceso de ajuste al alza que la ubicó en 9,0% desde octubre del año anterior. Con base en el comportamiento reciente de la inflación, la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, el BCCR consideró que existía espacio para que la postura de política monetaria fuera menos restrictiva.

En este lapso la liquidez del sistema financiero se mantuvo holgada debido, principalmente, al efecto expansivo de la compra de divisas efectuada por el BCCR. Dicha compra se dio en un contexto de mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, explicada principalmente por operaciones del sector real, en particular, una mayor liquidación neta de divisas del comercio exterior de bienes y servicios. Este resultado es 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

El BCCR redujo la TPM en 50 p.b. y 100 p.b. en marzo y abril del 2023 ante las menores presiones inflacionarias.

El Banco Central ejecuta su política monetaria sobre la base de un esquema de meta de inflación, en el que utiliza a la TPM como el principal instrumento para controlar presiones de demanda agregada y, de esta forma, influir sobre la inflación.

En la primera reunión de política monetaria de este año, realizada en enero, el directorio del BCCR mantuvo la tasa de referencia en 9,0%, valor que estuvo vigente desde octubre del año anterior. Esto por cuanto consideró que era necesario mantener una clara postura restrictiva de la política monetaria para reducir la persistencia inflacionaria y el riesgo de que se retrase su convergencia a la meta. Además, en esa oportunidad el directorio manifestó que, en ausencia de la materialización de algunos riesgos relacionados con el contexto económico interno y externo, el Banco Central no preveía incrementos adicionales en la TPM en el corto plazo.

En la sesión correspondiente a marzo anterior ese cuerpo colegiado consideró que existía espacio para que la postura de política monetaria fuera menos restrictiva, ante el comportamiento de los determinantes de la inflación y la evolución prevista de esta variable, por lo que aplicó una reducción de 50 p.b. en la tasa de interés de referencia³².

³² Comunicado de Política Monetaria N.º02-2003 del 15 de marzo de 2023: https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPoliticaMonetarialnflacin/ComunicadoPoliticaMonetaria_02-2023.pdf

Posteriormente, en la tercera reunión de política monetaria la Junta Directiva, ante la evidencia del comportamiento reciente de la inflación, la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como el entorno macroeconómico actual y las perspectivas sobre su evolución, acordó reducir el nivel de la TPM en 100 p.b. para ubicarla en 7,50% anual a partir del 21 de abril del 2023. Específicamente, la decisión anterior se fundamentó, entre otros, en los siguientes argumentos:

1. La inflación general y el promedio de indicadores de inflación subyacente han mostrado un comportamiento sostenido a la baja desde setiembre de 2022. En marzo del presente año dichos indicadores se ubicaron en valores que aún exceden el límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta ($3,0\% \pm 1$ punto porcentual), pero la convergencia hacia ese rango ha sido más rápida de lo previsto en las reuniones de política monetaria de enero y marzo pasados.
2. Prospectivamente el proceso desinflacionario continúa, dado que las expectativas de inflación muestran un comportamiento decreciente³³. Además, los modelos de proyección de la inflación del BCCR prevén el ingreso de la inflación general y subyacente al rango de tolerancia alrededor de la meta antes de lo previsto en las reuniones de política monetaria de enero y marzo pasados. En igual sentido, la desaceleración del índice de precios del productor de la manufactura observada desde el segundo semestre del 2022, que se acentuó en el primer trimestre del año en curso, hace prever que el aumento de precios al consumidor por empuje de costos tiende a moderarse.
3. La desaceleración sostenida de la inflación refleja el proceso de reversión parcial de algunos de los choques de oferta de origen externo, entre los cuales destaca la baja en los costos de transporte, el restablecimiento de las cadenas de suministros y la reducción en los precios de las materias primas. A lo anterior se adiciona el incremento acumulado en la TPM de 825 puntos base entre diciembre del 2021 y octubre del 2022.
4. En el entorno externo prevalece la incertidumbre. En este contexto, se mantiene el tono restrictivo de la política monetaria, manifiesto especialmente en incrementos en las tasas de interés de referencia, aunque en algunas economías este ciclo de aumentos se moderó o se encuentra en una pausa condicionada.

Por otra parte, aun cuando han disminuido las tensiones recientes en los mercados financieros internacionales vinculadas a las quiebras de algunos bancos estadounidenses y la vulnerabilidad de otras entidades bancarias en Europa, la evolución del sector financiero podría afectar negativamente las condiciones crediticias en esas economías, con efectos adversos sobre la actividad económica internacional.

³³ La mediana de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses, generadas a partir de la encuesta dirigida a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios en marzo del 2023 presentó valores de 4,9% y 4,0%, en ese orden, desde los máximos registrados en agosto del 2022, de 9,5% y 7,0%, respectivamente. Además, De igual forma, las expectativas de mercado (estimada con base en la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense) para el horizonte de 12 y 24 meses se ha estabilizado, en los últimos meses, en torno a 3,0% y a 3,5%, en ese orden.

Adicionalmente, la Junta Directiva consideró que en el comportamiento interanual de la inflación en el 2023 estará presente un “efecto base” que introduce una fuerza inercial hacia la baja, específicamente en el segundo y tercer trimestre del año, por lo que es altamente probable que en esos periodos la inflación continúe disminuyendo hasta alcanzar valores por debajo del límite inferior del rango de tolerancia, para posteriormente retornar a ese rango hacia finales del 2023.

No obstante, se estima que el balance de riesgos para la inflación se inclina al alza y su materialización podría elevar nuevamente la inflación a valores por encima del límite superior del rango de tolerancia en el mediano plazo. Particularmente, del ámbito externo destacan los riesgos asociados a la intensificación de los conflictos bélicos y geoeconómicos, y será de importancia crítica el efecto que finalmente tenga sobre los precios de la energía el recorte anunciado en la producción de petróleo.

Ante esta coyuntura macroeconómica y financiera, el Banco Central reiteró su compromiso con el seguimiento continuo de la evolución de los distintos indicadores económicos, que le permite adoptar de manera oportuna las medidas de política monetaria necesarias y en la dirección requerida ante cambios en las perspectivas macroeconómicas que modifiquen el pronóstico y las expectativas de inflación.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

En el primer trimestre del 2023 el sistema financiero continuó con una condición holgada de liquidez, que se reflejó en la posición deudora neta del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)³⁴.

En el 2022 el BCCR registró una posición deudora neta en el MIL por un monto promedio de ₡359.241 millones y en lo transcurrido del 2023, hasta el 11 de abril, se amplió esa condición deudora neta al alcanzar un promedio de ₡526.448 millones. En el primer mes y medio del presente año el monto promedio de liquidez (₡337.029 millones) fue similar al registrado el año previo (₡359.241 millones), pero del 22 de febrero al 11 de abril, el monto promedio de liquidez disponible más que se duplicó hasta ubicarse en ₡727.465 millones (Gráfico 17.A).

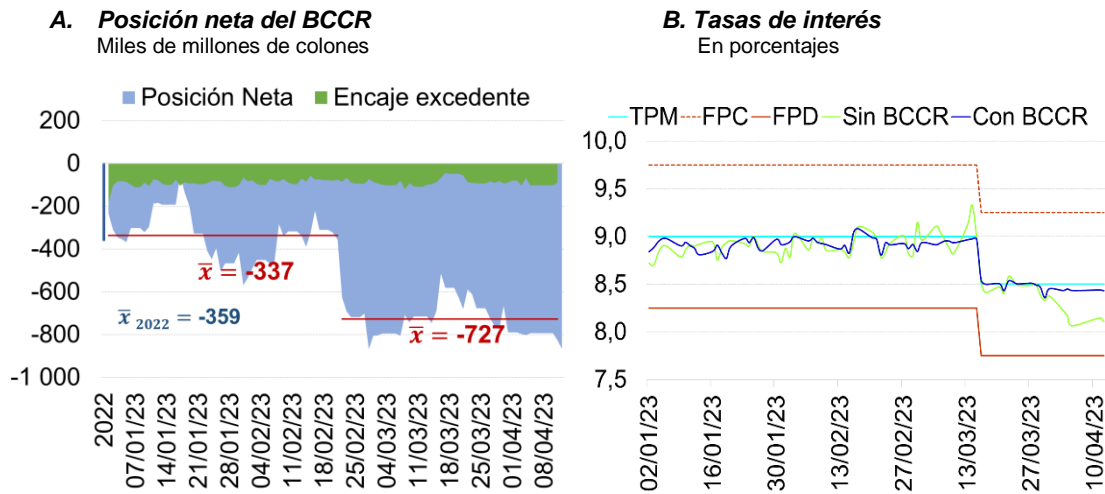
El aumento en la liquidez ha estado determinado por la compra neta de divisas efectuada por el BCCR en Monex (USD 1.368,3 millones), principalmente para satisfacer los requerimientos del SPNB, efecto que fue compensado en parte por los mayores depósitos del Ministerio de Hacienda en el Banco Central y la colocación de BEM³⁵.

En cuanto a las tasas de interés de las operaciones en el MIL en colones a un día plazo, con o sin las negociaciones efectuadas por el Banco Central, en promedio, en lo transcurrido de este año se han registraron brechas relativamente bajas con respecto a la TPM (inferiores a este indicador en 0,07 p.b. y 0,09 p.b., respectivamente) (Gráfico 17.B).

³⁴ El BCCR gestiona las condiciones de liquidez mediante operaciones en el MIL y en el mercado de deuda. A mediano la liquidez también está influida por las variaciones en la tasa de encaje.

³⁵ Entre finales del 2022 y el 27 de abril del 2023, el saldo de BEM aumentó en ₡124.627 millones.

Gráfico 17. Indicadores del MIL en colones



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.

A partir del 31 de marzo del 2023 el BCCR habilitó la facilidad de crédito a 84 días plazo (a una tasa de TPM +475 p.b.), pero los intermediarios no han requerido recursos a este plazo. Por último, en lo transcurrido del 2023 la participación del Banco Central en moneda extranjera ha sido escasa³⁶.

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

La disponibilidad relativa de dólares en el mercado desde el segundo semestre del 2022 se ha manifestado en una apreciación nominal del colón, a pesar de la participación del BCCR en el mercado cambiario mediante la adquisición de divisas, que ha orientado a satisfacer los requerimientos del SPNB.

En el primer cuatrimestre del 2023 (al 27 de abril) el superávit de las operaciones cambiarias del público con los intermediarios cambiarios fue de *USD 2.623 millones*, monto superior a lo registrado en igual período de los dos años previos (*USD 1.020 millones* en el 2022 y *USD 864 millones* en el 2021).

Este superávit denota, principalmente, una mayor oferta, cuyo promedio diario pasó de *USD 107 millones* en el segundo semestre del 2022 a *USD 124 millones* en este lapso, en tanto que la demanda promedio diaria aumentó de *USD 87 millones* a *USD 92 millones* (Gráfico 18.A).

³⁶No ha colocado deuda estandarizada y su participación en el MIL, mediante subastas de corto plazo fue solo de *USD 56 millones* en promedio, al tiempo que suministró *USD 10 millones* a un día plazo en la facilidad permanente de crédito. De igual forma, su participación en los mercados de recompras administrados por la Bolsa nacional de Valores ha sido baja, con un total de *USD 5,2 millones* distribuidos en dos operaciones efectuadas en enero y marzo, ambas a un día plazo.

Este comportamiento da continuidad a lo observado en la segunda mitad del 2022³⁷ y se estima responde a una mayor liquidación neta de divisas asociadas a operaciones del sector real de la economía (Recuadro 2).

El impulso en la oferta de divisas es consecuente, entre otros, con la recuperación de la industria de turismo receptivo, la evolución de las exportaciones (principalmente de regímenes especiales), nuevos proyectos de inversión extranjera y, en menor medida, con incentivos asociados al incremento en el premio por ahorrar en colones y a la mejora en la percepción de riesgo país.

Por otra parte, la relativa estabilidad de la demanda con respecto a la segunda mitad del 2022 es coherente con una estabilidad en los precios de materias primas y en los requerimientos de las administradoras de fondos de terceros en estos lapsos.

En este contexto el Banco Central continuó con una activa participación en el mercado cambiario. Recordemos que 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).

Durante el primer cuatrimestre del año en curso el BCCR compró en el Monex *USD* 2.751 millones, mayoritariamente como gestor de las divisas del SPNB³⁸. Estos recursos permitieron atender los requerimientos contemporáneos del SPNB (*USD* 956 millones) y restituir las divisas vendidas en años previos a estas entidades (*USD* 1.656 millones)³⁹. Esta participación del BCCR representó, en promedio, 74% del total negociado en Monex, incluso con sesiones en las que ese porcentaje llegó a 98%.

Aunque el BCCR participó activamente en el mercado cambiario, la mayor disponibilidad de dólares se ha manifestado en una tendencia decreciente del tipo de cambio nominal, que al término de abril registró una variación acumulada -8,4% e interanual de -18,1% (Gráfico 18.B).

Cabe señalar que en el primer cuatrimestre del año en curso el tipo de cambio mostró una mayor volatilidad que en periodos previos, en especial en febrero. No obstante, dicha volatilidad es moderada en comparación con lo observado en otros países (Recuadro 3).

El efecto positivo en las RIN de las operaciones por gestión del SPNB, aunado al ingreso de *USD* 1.500 millones provenientes de la colocación de títulos de deuda externa del Ministerio de Hacienda, permitieron mejorar el blindaje financiero ante choques externos que amenacen la capacidad de pagos internacionales de la economía costarricense.

³⁷ Para un mayor detalle refiérase a la Memoria Anual del Banco Central de Costa Rica 2022 y al Informe de Política Monetaria de enero de 2023; en su respectivo orden a las siguientes direcciones electrónicas: https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocMemoriaAnual/Memoria_Anual_2022.pdf <https://www.bccr.fi.cr/publicaciones/DocPolticaMonetariaInflacin/IPM-enero-2023-informe.pdf>

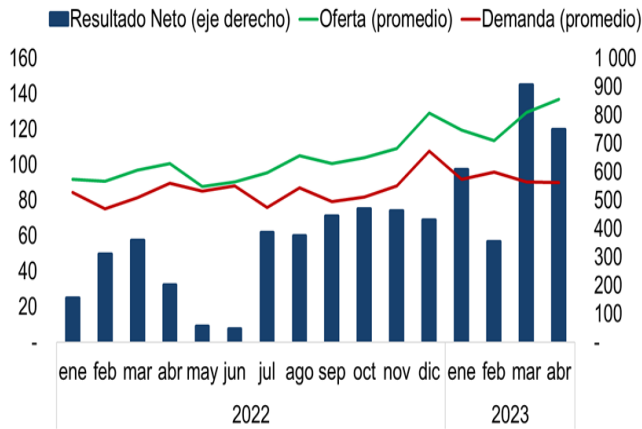
³⁸ Con fines de estabilización, en este lapso vendió *USD* 39 millones.

³⁹ Al término de abril se había restituido ese monto y acumulado *USD* 139 millones, que permitirán atender requerimientos futuros del SPNB.

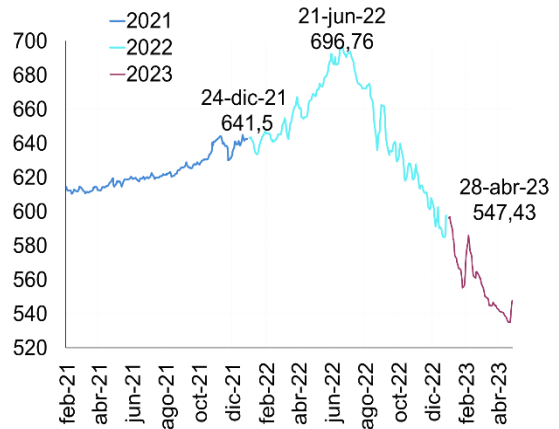
Al 20 de abril del 2023 su saldo ascendió a *USD* 11.034 millones, cifra superior en *USD* 2.484 millones a las observadas a finales del 2022 y que en términos del PIB representa el 12,9% y 127% del indicador de seguimiento de reservas calculado según la metodología del FMI. Este accionar es consecuente con la búsqueda de un mejor seguro ante condiciones internacionales (financieras y comerciales) con continuos episodios de alta incertidumbre.

Gráfico 18. Indicadores del mercado cambiario

A. Oferta, demanda y resultado neto de las Operaciones cambiarias en ventanilla¹
Millones de USD



B. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por USD



¹ Los datos de abril del 2023 están al día 27.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 2. Resultados de la balanza cambiaria para Costa Rica: 2020-2023.

En Costa Rica, la estructura del mercado de cambios comprende tanto las operaciones de compra y venta de divisas de los agentes económicos en las ventanillas físicas y virtuales provistas por los intermediarios autorizados a operar en el mercado de cambios por cuenta y riesgo propio o por encargo de terceros, como las transacciones realizadas en Monex⁴⁰. Este mercado constituye un medio para que los participantes autorizados negocien divisas entre sí y con el Banco Central, y administren su posición en divisas. Por su naturaleza, las negociaciones en ventanillas suelen ser de bajo valor, mientras que en Monex tienden a ser de mayor monto. En términos del volumen negociado, las operaciones en ventanillas representan alrededor del 88% de la suma de compras y ventas de divisas realizadas tanto en ventanillas como en Monex.

Para el BCCR resulta de particular interés dar seguimiento al mercado cambiario debido a su incidencia directa sobre la evolución del tipo de cambio del dólar y la formación de expectativas cambiarias y de inflación. Como parte de ese seguimiento, en este recuadro se muestran los resultados de las operaciones en moneda extranjera realizadas por los agentes económicos en las ventanillas de los intermediarios autorizados en el periodo comprendido entre el 2020 y el primer trimestre del 2023. Estas operaciones (referidas también como “balanza cambiaria”) implican movimientos de divisas en tiempo real (base caja/efectivo), lo cual las diferencia con respecto a la balanza de pagos, cuyos registros contables siguen el criterio devengado⁴¹.

Las transacciones en divisas efectuadas por los agentes económicos en las ventanillas se asocian con el comercio de bienes y servicios, pago de salarios, dividendos, alquileres, intereses, remesas, inversión directa y gestión de cartera de inversiones, entre otros. Es usual que las transacciones privadas canalizadas en esta modalidad registren superávits con distintas regularidades entre días y meses del año en concordancia con el ciclo económico local y la interrelación con el resto del mundo.

La época alta de turismo entre diciembre y abril, la concentración de exportaciones agrícolas en el primer semestre del año y la atención de compromisos asociados a impuestos y aguinaldos conllevan flujos de divisas que inciden en los resultados netos de las transacciones efectuadas por los agentes económicos en las ventanillas y, por tanto, en la evolución del tipo de cambio del dólar.

El balance de las transacciones realizadas en ventanilla cayó significativamente en el 2020 como consecuencia del efecto de la pandemia de COVID-19 sobre las transacciones más vinculadas a la actividad real de la economía. Particularmente, las restricciones en la movilidad de bienes y personas llevó a menores ingresos de divisas al país por la vía de las exportaciones de bienes y servicios; en este último caso especialmente aquellos asociados al turismo.

⁴⁰ Contempla dos canales de acceso: a) Servicio Monex-Sinpe, para entidades autorizadas que realizan intermediación cambiaria y, b) Servicio Monex-Central Directo, para personas físicas y jurídicas cuyo fin es satisfacer necesidades propias de divisas.

⁴¹ Las estadísticas agrupadas en la balanza de pagos están asociadas a transacciones entre residentes y no residentes de un país para un lapso específico contabilizadas sobre la de base devengado, lo cual significa que no necesariamente implican un movimiento de efectivo al momento de realizar la operación.

Cuadro 2.1. Balance de las transacciones en ventanillas
Millones de dólares

| | 2019 | 2020 | 2021 | I sem 22 | II sem 22 | 2022 | I trim 22 | I trim 23 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|
| 1- Transacciones reales (neto) | 234 | -218 | 300 | 291 | 914 | 1 205 | 217 | 816 |
| Bienes | 127 | -500 | 7 | 15 | 587 | 602 | 63 | 541 |
| Servicios | 234 | 305 | 329 | 287 | 335 | 622 | 164 | 245 |
| Ingreso primario y secundario | -127 | -22 | -35 | -10 | -8 | -18 | -9 | 29 |
| 2- Transacciones financieras netas | 1 938 | 1 722 | 2 171 | 843 | 1 658 | 2 501 | 609 | 1 058 |
| 3- Total (1+2) | 2 171 | 1 504 | 2 471 | 1 134 | 2 572 | 3 706 | 826 | 1 873 |
| Información suplementaria | | | | | | | | |
| 4- Demanda de las OPC's en ventanillas | 606 | 573 | 848 | 546 | 4 | 550 | 275 | - |
| 5- Transacciones financieras netas ajustadas (2+4) | 2 543 | 2 295 | 3 019 | 1 389 | 1 662 | 3 051 | 884 | 1 058 |
| 6- Total ajustado (1+5) | 2 777 | 2 077 | 3 319 | 1 680 | 2 576 | 4 256 | 1 101 | 1 873 |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A partir del 2021 el superávit de las operaciones en ventanilla ha mejorado paulatinamente conforme se han ido disipando los efectos económicos de la pandemia y, en particular, desde la segunda mitad del 2022 cuando este balance neto fue notoriamente mayor al observado en los dos semestres previos; comportamiento que se acentuó en el primer trimestre del 2023. Según las cifras de la balanza cambiaria, al analizar el cambio en el superávit, el mayor aporte proviene fundamentalmente de las liquidaciones netas de divisas asociadas con las exportaciones de bienes y servicios, las cuales explicaron el 70% del incremento⁴².

Entre los principales factores que explican el incremento en la oferta neta destacan el repunte en el ingreso de divisas por turismo, la mejora relativa en los términos de intercambio, ante la reducción en los precios internacionales de las materias primas y en los costos de transporte y, probablemente, las expectativas sobre variación del tipo de cambio que motivaron la venta de divisas por parte de los agentes económicos. En lo que respecta a los flujos financieros netos, la canalización de los requerimientos de las operadoras de pensiones fuera de las ventanillas y la recuperación del premio por ahorrar en colones influyeron en los resultados observados.

En definitiva, con base en las estadísticas de las transacciones canalizadas en las ventanillas por parte de los agentes económicos, se ha observado una recuperación sostenida en el superávit en el mercado privado de cambios asociado desde el 2021, conforme han mermado los efectos de la pandemia del coronavirus. Primordialmente, ha incidido la mayor liquidación neta de divisas del comercio exterior de bienes y servicios, resultado que es 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.

⁴²Hasta junio del 2022 las operadoras complementarias de pensiones (OPC) atendieron predominantemente sus requerimientos de divisas en las ventanillas, de manera que los resultados hasta esa fecha incorporan la demanda de ese grupo de entidades. Sin embargo, desde inicios del segundo semestre de ese año estas entidades canalizan sus requerimientos de divisas en Monex. Por tanto, para un mejor análisis de los resultados, es prudente ajustar el balance neto con la demanda de dichas entidades en ese lapso, tal como se hizo en el Cuadro 2.1.

Recuadro 3. Volatilidad del tipo de cambio del colón costarricense

En meses recientes, los cambios en el nivel y la volatilidad del tipo de cambio del colón con respecto al dólar han sido motivo de discusión. Para analizar esta segunda característica, se presentan dos medidas recomendadas por la literatura. Con información desde diciembre del 2007 se identifica que, si bien uno de los episodios de mayor volatilidad cambiaria fue en febrero del 2023, este no ha sido el más alto. Además, al comparar con datos de 160 países, Costa Rica no es parte del grupo con mayor volatilidad cambiaria.

Medidas de volatilidad del tipo de cambio

De la literatura económica y estadística se desprende que no existe una única forma de aproximar la volatilidad del tipo de cambio. En este recuadro se consideraron dos enfoques tradicionalmente empleados por el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, Naciones Unidas y revistas especializadas en economía⁴³.

Debido a que el tipo de cambio, al igual que otras series de tiempo, puede seguir alguna tendencia, es recomendable medir la volatilidad a partir de su variación relativa (VR) y no de cambios en su nivel, puesto que facilita la comparación de los resultados en el tiempo y entre países. La variación relativa del tipo de cambio nominal (TCN) expresada en puntos base, se define como:

$$(1) \quad VR_t = \left(\frac{TCN_t - TCN_{t-1}}{TCN_{t-1}} \right) * 10\,000$$

La primera medida es la desviación estándar. Esta mide, en promedio, cuánto se desvían las observaciones de su media durante un periodo. Para capturar la variación en la volatilidad del tipo de cambio a lo largo del tiempo, conviene calcularla sobre una muestra móvil de 90 observaciones, $\sigma_t(D)$, por medio de la siguiente expresión:

$$(2) \quad \sigma_t(D) = \left[\sum_{h=0}^{89} \frac{(VR_{t-h} - \overline{VR}_{t,90})^2}{90} \right]^{1/2}$$

Donde VR_t es la variación relativa del tipo de cambio en puntos base y $\overline{VR}_{t,90}$ es el promedio de dichas variaciones para un periodo de 90 días comprendido entre el día t y el día $t-89$.

La segunda medida proviene de un modelo estadístico de heterocedasticidad condicional autorregresiva generalizada (GARCH, por sus siglas en inglés). Estos modelos, introducidos por Engle (1982), son usados ampliamente en economía financiera. Su especificación es la siguiente:

$$(3) \quad VR_t = \mu_t + \varepsilon_t; \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_t(G)^2); \quad \sigma_t(G) = \omega + \sum_{i=1}^p a_i \sigma_{t-i}(G) + \sum_{j=1}^q b_j VR_{t-j}$$

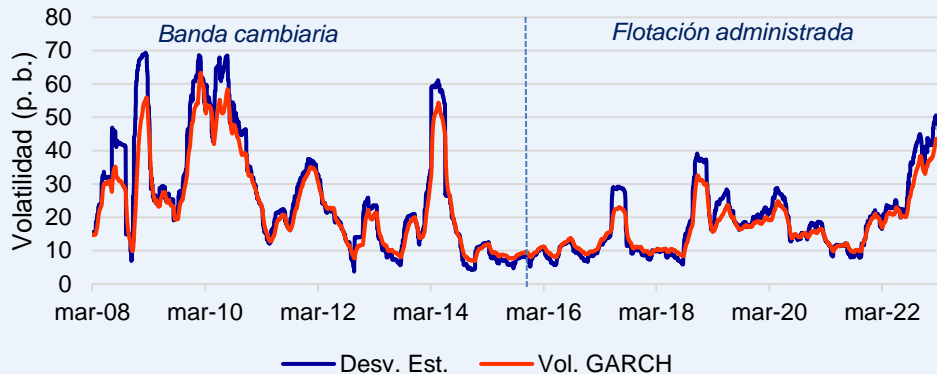
Donde μ_t representa el valor esperado de VR_t en el día t y ε_t el choque aleatorio. El modelo supone que este choque se distribuye normalmente con desviación estándar $\sigma_t(G)$, que cambia en el tiempo, y depende de los p valores de sí misma en el pasado [$\sigma_t(G)$] y q valores pasados de VR_t . El término μ_t sigue un proceso autorregresivo de orden 2 y los parámetros p y q se fijan en 2. Es en este sentido que la heterocedasticidad es condicional

⁴³ Ver Clark, Tamirisa, Wei, Sadikov & Zeng (2004), Gadanecz & Mehrotra (2013), Nicita (2013) y Tenreiro (2007).

y autorregresiva, pues no es una constante en el tiempo. El modelo calcula una desviación estándar móvil para cada periodo de 90 días, que también se expresa en puntos base. Para mantener uniformidad en la dimensión temporal, se utiliza el promedio del valor estimado al periodo t de las 90 observaciones anteriores. Así, esta medida de volatilidad se interpreta como el promedio móvil de la desviación estándar del componente estocástico del modelo GARCH.

Volatilidad histórica del colón

Gráfico 3.1. Medidas de volatilidad del tipo de cambio del colón con respecto al dólar marzo 2008 – abril 2023



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco Central de Costa Rica.

El gráfico 3.1 presenta ambas medidas de volatilidad⁴⁴, los resultados coinciden al identificar episodios de alta volatilidad. Los cuatro episodios de mayor volatilidad se presentaron alrededor de enero de 2009, abril de 2010, mayo de 2014 y febrero de 2023. Los tres primeros ocurrieron durante el periodo de vigencia del régimen de banda cambiaria.

A partir de febrero de 2015, cuando se adoptó el régimen de flotación administrada, se han dado tres episodios de volatilidad relativamente alta: durante 2017, en la segunda mitad de 2018 y el episodio más reciente, cuyo punto máximo se alcanzó durante febrero y marzo de 2023.

Volatilidad comparada del colón

Desde la adopción del régimen de flotación administrada, el episodio de alta volatilidad de febrero 2023 ha sido el mayor. Ahora bien, conviene saber si esta volatilidad es muy diferente a la observada en otras economías. Para ello se consideró una muestra de 160 países⁴⁵, para los cuales se obtuvo los tipos de cambio de sus respectivas monedas respecto del dólar estadounidense.

El gráfico 3.2 muestra, para el último año, las medidas de volatilidad del colón, junto con los percentiles 25, 50 y 75 calculados para este grupo de países. Estos percentiles permiten clasificar los países en cuatro grupos: los de volatilidad baja (por debajo del percentil 25), los de volatilidad media baja (por encima del percentil 25 y debajo del 50), los de volatilidad media

⁴⁴ Las medidas se calcularon con datos diarios del tipo de cambio promedio en Monex, disponibles a partir del 6 de diciembre del 2007 y hasta el 6 de abril del 2023, para un total de 5607 observaciones; de esta forma se dispone de 5606 datos de variación relativa y 5516 para la desviación estándar móvil.

⁴⁵ Datos obtenidos de Bloomberg.

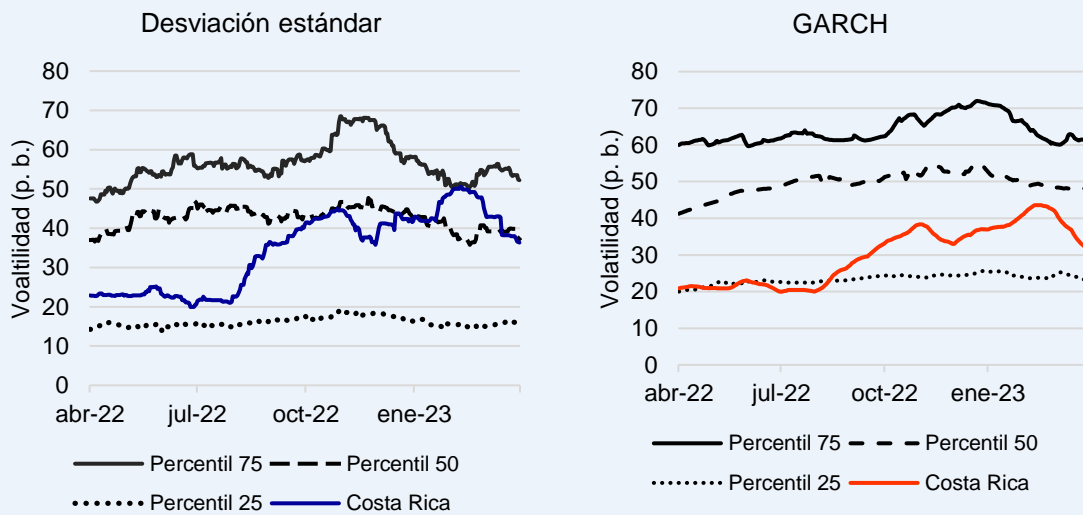
alta (por encima del percentil 50 y debajo del 75) y los de volatilidad alta (por encima del percentil 75).

Al comparar la volatilidad del colón con la de los otros países, se puede concluir que, a pesar de su aumento, no se llegó a posicionar en el grupo de países con volatilidad alta⁴⁶.

De acuerdo con la desviación estándar, el colón se mantuvo en el grupo de países con volatilidad media baja, excepto durante febrero y marzo de 2023, cuando clasifica en el grupo de volatilidad media alta.

Según la medida del modelo GARCH, el colón estuvo en el grupo de volatilidad baja hasta agosto de 2022 y posteriormente en el grupo de volatilidad media baja.

**Gráfico 3.2. Medidas de volatilidad del colón y percentiles internacionales
Abril 2022 – abril 2023**



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

Consideraciones finales

En este recuadro, se estudiaron dos medidas de volatilidad del tipo de cambio para poner en contexto su comportamiento de los últimos meses.

Se comparó el episodio reciente en dos dimensiones: la histórica, que contempla la volatilidad del colón a partir de 2008, y la comparación internacional, que considera datos de 160 países para el último año.

El episodio más reciente de aumento en esa volatilidad es el cuarto de mayor cuantía en el periodo analizado; los otros tres se dieron durante la banda cambiaria.

En comparación con otros países, este episodio posicionó transitoriamente a Costa Rica dentro del grupo de países con volatilidad media alta según una de las medidas; pero según la otra, continuó en el de volatilidad media baja.

⁴⁶ Algunos países que, a la fecha de corte del análisis, se encuentran en este grupo según ambas medidas de volatilidad son Australia, Brasil, Chile, Colombia, Japón, México, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia.

La presencia de volatilidad es un elemento característico en regímenes flexibles. Por lo tanto, la tolerancia a este aumento en la volatilidad es coherente con el régimen cambiario adoptado por el BCCR.

Referencias

Clark, P., Tamirisa, N., Wei, S., Sadikov, A. & Zeng, L. (2004). "Exchange rate volatility and trade flows: some new evidence," International Monetary Fund. Working Paper. 1-131.

Engle, R. F. (1982). "Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom Inflation". *Econometrica*, 50(4), 987–1007.

Gadanecz, B. & Mehrotra, A. (2013). "The exchange rate, real economy and financial markets", p. 11-23 in *Settlements*, Bank for International eds., Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed?, vol. 73, Bank for International Settlements.

Nicita, A. (2013). "Exchange rates, international trade and trade policies," UNCTAD Blue Series Papers 56, United Nations Conference on Trade and Development.

Tenreyro, S. (2007). "On the trade impact of nominal exchange rate volatility", *Journal of Development Economics*, 82, issue 2, p. 485-508.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLITICA



CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

A continuación, se presentan las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2023-2024 y los riesgos que condicionan su cumplimiento.

El FMI prevé que la actividad económica mundial crezca 2,8% en el 2023, tasa inferior al 3,4% del 2022 y 6,3% del 2021. Además, considera que la inflación seguirá en el 2023 una trayectoria a la baja, pero continuará en niveles elevados y por encima de la meta en la mayoría de los países. En el 2024, la economía mundial tendría un mejor desempeño en el comportamiento de ambas variables.

Para la economía nacional, se revisa al alza la proyección de crecimiento de la producción tanto para el 2023 como el 2024. Esta revisión es consecuencia en gran parte de una mejora prevista en la demanda externa, explicada a su vez por un incremento en la producción de nuestros socios comerciales en el 2023 mayor a lo previsto en enero del presente año. Por su parte, la inflación general y subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta (3% ± 1 p.p.) en el 2023, antes de lo previsto en el informe de enero pasado. El balance de riesgos de las proyecciones de inflación se mantiene con un sesgo al alza.

Los principales riesgos globales siguen relacionados con la intensificación de los conflictos geopolíticos y las políticas monetarias más restrictivas, a los cuales se incorpora la incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante la reciente crisis en algunos bancos estadounidenses y europeos. En el ámbito interno el riesgo de la relativa resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación se ha atenuado, mientras que los vinculados con una mayor demanda de divisas de las operadoras de pensiones y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado se mantienen.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

El crecimiento de la economía mundial se desaceleraría en el 2023 más de lo previsto en enero pasado, en tanto que la inflación continuaría relativamente alta. No obstante, en el caso de nuestros socios comerciales, la estimación de crecimiento para el 2023 mejora con respecto a lo supuesto a inicios de año, lo que mitiga en parte el impacto sobre la economía nacional de un entorno externo adverso.

El FMI revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento mundial, hasta ubicarlas en 2,8% y 3,0% para el 2023 y el 2024⁴⁷ en el orden respectivo (Gráfico 19 y Cuadro 2). Ambas cifras son menores en 0,1 p.p. en relación con lo previsto en enero pasado debido,

⁴⁷ Informe "Perspectivas de la economía mundial", abril del 2023.

principalmente, a la alta incertidumbre y los riesgos que enfrenta la economía mundial luego de las recientes tensiones en el sector financiero en Estados Unidos y Europa⁴⁸.

Cuadro 2. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024

Variación anual en porcentajes

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--|------|------|------|------|
| Mundo | 6,3 | 3,4 | 2,8 | 3,0 |
| Economías avanzadas | 5,4 | 2,7 | 1,3 | 1,4 |
| Estados Unidos | 5,9 | 2,1 | 1,6 | 1,1 |
| Zona del euro | 5,4 | 3,5 | 0,8 | 1,4 |
| Alemania | 2,6 | 1,8 | -0,1 | 1,1 |
| Francia | 6,8 | 2,6 | 0,7 | 1,3 |
| Japón | 2,1 | 1,1 | 1,3 | 1,0 |
| Países emergentes y en vías de desarrollo | 6,9 | 4,0 | 3,9 | 4,2 |
| China | 8,5 | 3,0 | 5,2 | 4,5 |
| América Latina y Caribe | 7,0 | 4,0 | 1,6 | 2,2 |
| Brasil | 5,0 | 2,9 | 0,9 | 1,5 |
| Socios comerciales ¹ | 7,1 | 3,3 | 2,0 | 1,7 |

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 febrero del 2023.

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

La estimación de crecimiento para el 2023 para las economías avanzadas fue revisada al alza, a 1,3% (0,1 p.p. más de lo esperado en enero), ante una mejor perspectiva para la economía de Estados Unidos, mientras que para el 2024 se mantiene en 1,4%.

La proyección de actividad económica de Estados Unidos fue revisada a 1,6% (0,2 p.p. más con respecto a la estimación de enero) para el presente año, en tanto que para el 2024 se prevé un incremento de 1,1% (0,1 p.p. más que en enero). La moderación proyectada para el año 2024 se explica por los efectos derivados del aumento en las tasas de interés por parte del Sistema de la Reserva Federal para contener la inflación, que también podría implicar un deterioro en el mercado laboral.

Para la zona del euro, el FMI proyecta un crecimiento de 0,8% y 1,4% en el 2023 y 2024, en el orden indicado (variación de 0,1 p.p. y -0,2 p.p. con respecto a lo previsto en enero), influido, en el primer año, por las medidas de política fiscal ejecutadas por los países que integran la zona, con el fin de mitigar el impacto del incremento en los precios de la energía. En ambos años incide también la política monetaria más restrictiva.

⁴⁸ En un escenario alternativo con mayor tensión en el sector financiero, el crecimiento mundial se reduce a cerca de 2,5% en el 2023.

En cuanto a las economías emergentes, prevé un crecimiento de 3,9% y 4,2% para el 2023 y 2024 respectivamente (0,1 p.p. menos en el 2023 y sin cambios para el 2024).

Los pronósticos de crecimiento para China en el bienio 2023-2024 se mantienen en 5,2% y 4,5% en igual orden, en donde el efecto positivo de la contención de nuevos casos del COVID-19 y la reapertura en las cadenas de suministro, fue contrarrestado en parte por el deterioro del sector inmobiliario.

Para América Latina y el Caribe, el FMI ajustó a la baja sus estimaciones a 1,6% en el 2023 (desde 1,8%) ya que en varios países de la región persisten las presiones inflacionarias, mientras que mejoró la del 2024 a 2,2% (desde 2,1%).

El crecimiento económico de los principales socios comerciales de Costa Rica se ubicaría en 2,0% y 1,7% en el periodo 2023-2024, respectivamente. Para el 2023 esa tasa significó una mejora de tres décimas en relación con lo previsto a inicios de año.

En lo que respecta a la inflación global, el FMI prevé que disminuya desde 8,7% en el 2022 hasta 7,0% en el 2023 y 4,9% en el 2024, aunque continuaría por encima de nivel prepandémico (periodo 2017-2019) de cerca de 3,5%, con diferentes velocidades de desaceleración entre las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 20). Cabe resaltar que el FMI ajustó al alza sus proyecciones de inflación con respecto a las previstas en enero anterior, en mayor medida en el grupo de las economías emergentes.

El FMI plantea que los acontecimientos que afectaron la economía mundial en el 2022 continuarían en el presente año, aunque en una magnitud y con una intensidad distinta. Entre dichas fuerzas, menciona las presiones derivadas del endurecimiento de la política monetaria, la guerra en curso entre Rusia y Ucrania, las elevadas tensiones geopolíticas⁴⁹ y los altos niveles de endeudamiento de algunas economías producto de la pandemia, con lo cual se limita el espacio fiscal para responder a nuevos desafíos.

Según el citado organismo, los riesgos sobre el crecimiento económico mundial se inclinan a la baja pues, además de los que agrega la reciente inestabilidad en el sector financiero, existen otros como una desaceleración de la inflación más lenta de lo esperado, la debilidad de la reactivación en China y un empeoramiento de la guerra entre Rusia y Ucrania.

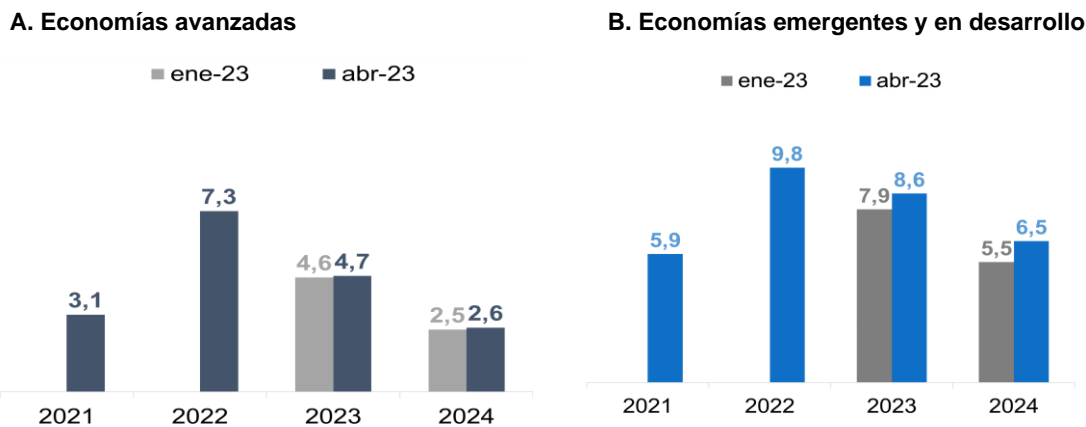
Las perspectivas de un menor crecimiento mundial podrían reducir el impulso de la demanda externa de Costa Rica en el bienio 2023-2024, mientras que la todavía elevada inflación global incidiría negativamente sobre el desempeño económico local debido al empuje de la inflación importada sobre los precios locales. Sin embargo, como se indicó antes, en el caso específico de los principales socios comerciales de nuestro país las perspectivas de crecimiento de la actividad económica son ahora mejores en comparación

⁴⁹ Las tensiones geopolíticas podrían exacerbarse por el hecho de que China y otras economías desean realizar sus transacciones o acuerdos comerciales en yuanes y la propia moneda de cada país (en lugar de dólares estadounidenses). Esto en reacción a las restricciones impuestas por la guerra Ucrania-Rusia, y también con el objetivo de promover las relaciones bilaterales y reducir costos.

con lo previsto en enero del presente año. Tal es el caso de Estados Unidos, cuya desaceleración no sería tan fuerte como lo estimado a inicios del año⁵⁰.

Gráfico 19. FMI: proyecciones de inflación 2023-2024

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe “Perspectivas de la economía mundial” del FMI, abril del 2023.

También es de esperar condiciones financieras más restrictivas, dado el retiro de los incentivos monetarios en muchas economías, incluido el incremento adicional de las tasas de interés de referencia. No obstante, la desaceleración en los precios de las materias primas, en particular del petróleo, llevaría a una mejora de los términos de intercambio en el 2023 (Cuadro 3)

Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo 2023-2024

Variación anual en porcentajes

| | IPM abril 2023 | | | IPM enero 2023 | |
|--|----------------|-------|------|----------------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| | est | proy | proy | proy | proy |
| Crecimiento mundial | 3,4 | 2,8 | 3,0 | 2,9 | 3,1 |
| Crecimiento Estados Unidos | 2,1 | 1,6 | 1,1 | 1,4 | 1,0 |
| Crecimiento socios comerciales, promedio | 3,3 | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 1,8 |
| Inflación mundial (promedio) | 8,7 | 7,0 | 4,9 | 6,6 | 4,3 |
| Inflación socios comerciales, promedio | 6,8 | 4,5 | 2,7 | 4,0 | 2,5 |
| Precio de hidrocarburos (USD) | 119,0 | 106,2 | 97,2 | 103,4 | 94,9 |
| Variación % | 55,8 | -10,8 | -8,4 | -13,2 | -8,2 |
| Términos de intercambio, variación % | -6,7 | 1,8 | 0,5 | 0,5 | -0,2 |
| SOFR 6 meses (a diciembre) ¹ | 2,9 | 4,1 | 3,0 | 4,2 | 2,9 |

Proy: proyectado; est: estimado.

¹Cálculo realizado por Chicago Mercantil Exchange (CME). Este calcula y publica tasas SOFR prospectivas (“forward-looking”) basadas en derivados financieros (futuros) que se negocian en esta bolsa de valores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Bloomberg, Chicago Mercantil Exchange y del informe “Perspectivas de la economía mundial”, abril del 2023, FMI.

⁵⁰ Sin embargo, como se indicó antes, la primera estimación del crecimiento del PIB de este país en el primer trimestre del 2023 mostró una desaceleración mayor a lo previsto por los analistas económicos.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

Se revisa al alza la proyección de crecimiento de la producción tanto para el 2023 como el 2024. El cambio en el primer año se debe principalmente al mayor crecimiento de la demanda externa de implementos médicos, servicios empresariales e informáticos, aunado al crecimiento de la demanda interna en ambos años.

Para el bienio 2023 y 2024 se proyecta un crecimiento de 3,3% y 3,6%, respectivamente, lo que significa una revisión al alza de 0,6 y 0,1 p.p., respectivamente, con respecto a la estimación presentada en enero del presente año.

El crecimiento proyectado para el 2023 considera la mayor demanda externa por implementos médicos, servicios empresariales e informáticos; adicionalmente se estima una mayor expansión de la demanda interna, debido a la mejora en el ingreso disponible por la mayor ganancia por términos de intercambio. Este comportamiento sería ligeramente compensado por el menor crecimiento en la afluencia del turismo receptor, que afectaría a las actividades de hoteles y restaurantes y transporte.

En el 2024 la actividad económica mostraría mayor dinamismo, impulsada por la demanda interna como principal motor del crecimiento, así como el impacto sobre el ingreso disponible de la ganancia en los términos de intercambio⁵¹ y, en menor medida, la demanda externa. Esto en un escenario en el que se promueva un adecuado ambiente de negocios y en el que se preserve la estabilidad macroeconómica y financiera, lo cual impulsaría la ejecución de proyectos de inversión y la generación de nuevos puestos de trabajo. Se estima que el PIB se ubicaría todavía por debajo de su nivel potencial en el horizonte de proyección de modo que no se generarían presiones inflacionarias significativas por el lado de la demanda.

Las proyecciones contemplan un aumento del ingreso nacional disponible bruto en volumen de 3,0% y 3,8% en el 2023 y 2024, respectivamente, asociado en el primer año a la evolución del PIB y a una ganancia por términos de intercambio de 1,8% (0,5% en el IPM de enero). En el 2024 el resultado del ingreso disponible sería consecuencia del mayor crecimiento de la actividad económica, combinado con el efecto contrario de un mayor pago de rentas al exterior (pago de intereses sobre la deuda pública externa e inversión directa) y una ganancia de 0,5% (deterioro de 0,2% en el informe pasado) en la relación de precios de intercambio.

El consumo privado incrementaría su dinamismo como resultado del mayor ingreso disponible y la ganancia en los términos de intercambio, mientras que el del Gobierno se mantendrá sujeto a la regla fiscal.

Por componentes del gasto (Gráfico 20), destaca lo siguiente:

1. **Consumo de hogares.** Se estima un crecimiento para el 2023 y 2024 de 3,2% y 3,8%, respectivamente. La proyección del consumo privado fue revisada al alza en comparación con el informe de enero (2,5% en el 2023 y 3,1% en el 2024), debido a

⁵¹ Dada la evolución reciente del precio internacional de las materias primas, se prevé que en el bienio 2023-2024 la relación de términos de intercambio retorne a una senda positiva de forma que alcance una ganancia media de 1,1% durante este periodo.

la recuperación más rápida del ingreso real, como se indicó anteriormente. Destaca en estas proyecciones el mayor aporte al crecimiento del consumo de servicios, seguido de los bienes no duraderos.

2. **Consumo del Gobierno.** Crecería 1,2% en el 2023, tasa inferior a la estimada en enero (1,9%), ello por el menor crecimiento previsto en el gasto de los servicios de salud⁵². Adicionalmente, 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 el 2024 continuaría vigente la directriz de contención en el gasto, lo que implicaría una variación nula en esta variable.
3. **Formación bruta de capital fijo.** Aumentaría 4,5% y 4,4% en el 2023 y 2024 respectivamente. En el primer año el crecimiento es superior en 1,4 p.p. a lo estimado en enero debido al mejor desempeño previsto de la inversión en nuevas construcciones privadas, caso contrario para la inversión pública que mostraría una mayor caída⁵³. Para el 2024 se espera un crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo, así como en nuevas construcciones en ambos sectores⁵⁴.
4. **Demanda externa.** El crecimiento de la demanda externa de bienes se revisa al alza para el 2023 a 9,4% con respecto a lo estimado en el IPM de enero (5,5%) debido al creciente dinamismo de la demanda por bienes manufacturados del régimen especial, específicamente implementos médicos (válvulas cardíacas, catéteres), toda vez que las exportaciones de productos manufacturados del régimen definitivo se contraen. Para el 2024 se estima un crecimiento de 4,4% dada la moderación en el ritmo de crecimiento de las ventas de las empresas que producen bajo el régimen especial de

⁵² Si bien el presupuesto para el 2023 de la Caja Costarricense de Seguro Social considera un aumento en la contratación de profesionales en salud y en la compra de bienes y servicios (salvo el gasto en vacunas contra el COVID-19), el aumento estimado en este informe por este último concepto es menor en comparación a lo previsto a inicios del presente año.

⁵³ Con información del resultado de la Encuesta trimestral de avance de proyectos de construcción con destino privado del primer trimestre del 2023, se revisó la inversión en nueva construcción de -2,9% en enero a 3,0% en este informe. Por su parte, la inversión pública en nuevas construcciones caería 4,0% (-2,9%, en enero) debido a un avance más lento de proyectos en carreteras, caminos y puentes correspondientes al Programa de Infraestructura de Transporte (PIT) y la segunda Etapa del Programa Red Vial Cantonal (CCLIP). Además, se mantiene la contracción prevista en el informe pasado en la infraestructura de centros de atención de la salud y proyectos de acueductos y alcantarillados, la cual sería compensada por la construcción prevista de edificios públicos (el Poder Judicial planea construir una torre anexa al edificio de tribunales de San Ramón, un tercer nivel en los tribunales de Turrialba y bodegas de ciencias forenses).

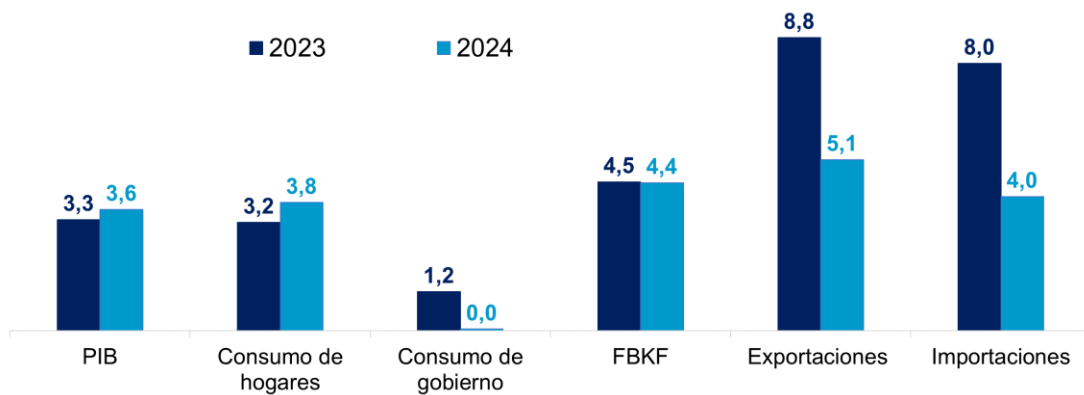
⁵⁴ Para el 2024 se estima un crecimiento similar al del informe de enero (3,2%) en la nueva construcción privada y se prevé un crecimiento de 2,5% (3,3% en enero) de la inversión en infraestructura pública, relacionada con el Programa de emergencia para la reconstrucción integral y resiliente de infraestructura, el Programa de Desarrollo Sostenible de la Pesca y Acuicultura en Costa Rica, así como ejecución de recursos externos del MOPT (PIT, CLIPP) y proyectos de acueductos y alcantarillados. En la revisión prevista de la inversión pública para este último año, influyó la eliminación de la inversión prevista para la ampliación de la Ruta 27, pues la administración anunció que la ruta 1 (Interamericana norte, que pasa por San Ramón y la cuesta de Cambronero) se convertirá en la principal salida hacia el Pacífico y Guanacaste.

comercio, aunado a la recuperación en las ventas de productos manufacturados del régimen definitivo.

Por su parte, el crecimiento de las exportaciones de servicios en el 2023 se estima en este informe en 7,9% (5,9% en enero) debido al desempeño de las nuevas empresas del régimen de zona franca, principalmente en el área de informática y servicios empresariales. Esto a pesar del menor dinamismo previsto para el turismo receptor, como consecuencia del entorno económico internacional. Para el 2024 se proyecta un crecimiento de 6,2% superior en 0.5 p.p. a lo estimado en el informe de enero.

5. **Importaciones.** Dado el pronóstico para la demanda interna (consumo e inversión), se espera que el volumen de las importaciones de bienes aumente 8,7% y 4,1% en el 2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, las importaciones de servicios crecerían 5,2% y 3,5% en igual orden, resultado que se asocia con el comportamiento estimado para el turismo emisor, los servicios de transporte de mercancías y los servicios profesionales y de apoyo empresarial.

Gráfico 20. PIB y componentes del gasto 2023-2024
Variación anual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por actividad económica, el crecimiento del 2023 continúa liderado por las actividades de servicios empresariales, información y comunicaciones, la manufactura y el comercio (Gráfico 21). Para el 2024, se revisa al alza el crecimiento de las actividades de servicios empresariales e información y comunicaciones. En particular destaca lo siguiente:

1. **Servicios empresariales.** Se estima un crecimiento de 6,5 % y 6,8% para el 2023 y el 2024, respectivamente (5,6% y 6,0% en el IPM de enero), impulsados por las exportaciones de servicios de empresas de zona franca, entre las que destacan actividades de consultoría en gestión financiera y de apoyo a empresas, y por la demanda interna de servicios de publicidad, jurídicos y de contabilidad, así como el crecimiento de los servicios de alquiler de vehículos y agencias de viajes, asociado a la evolución prevista del ingreso de turistas.
2. **Información y comunicaciones.** Se estima una aceleración en el crecimiento promedio para el bienio 2023-2024 (8,1% contra 6,7% en enero). Este

comportamiento estaría asociado, principalmente, a la mayor demanda externa por servicios de información, programación y consultoría informática, acorde con las innovaciones tecnológicas propiciadas por el avance mundial de la economía digital. Lo anterior aunado al hecho de que las empresas han invertido en infraestructura tecnológica para el confiable procesamiento de datos, almacenamiento y conectividad, dada la prevalencia del trabajo remoto y la transformación de aplicaciones hacia soluciones basadas en la nube para atender el crecimiento de la demanda interna.

- 3. Manufactura.** Para el 2023 se revisó al alza el crecimiento (3,5% desde 1,4% en el IPM de enero) debido a un desempeño mejor en la producción de empresas del régimen especial, que atenuó la menor previsión para la actividad de empresas del régimen definitivo. Estas últimas serían afectadas por un débil crecimiento de la demanda local, dado el vínculo con la actividad agropecuaria, que se sumó a la menor demanda externa por llantas y azúcar.

Para el 2024 se espera que la actividad crezca 1,2%, congruente con la evolución de la demanda externa que suplen las empresas de los regímenes especiales, así como por las empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.

- 4. Comercio.** Se estima que la actividad comercial y de reparación de vehículos crecerá 2,9% en el 2023 (0,3 p.p. más a lo estimado en el IPM de enero) en línea con la evolución proyectada para la actividad económica general. El crecimiento previsto para el 2024 (2,8%) se vincula con la evolución de las actividades de la construcción, agropecuaria y los servicios de alojamiento y restaurantes.

- 5. Transporte.** Para el 2023 se estima un menor crecimiento con respecto al estimado en el informe pasado (1,0% desde 1,1% en enero), asociado en buena medida a la estimación del flujo de turistas desde el resto del mundo, lo que supone una ligera desaceleración en los servicios de transporte de personas.

Para el 2024 se mantiene la estimación de 3,7%, la cual tiene implícito el comportamiento previsto sobre el ingreso de turistas y el crecimiento de las actividades de apoyo al transporte y los servicios de carga.

- 6. Construcción.** Se estima un crecimiento para el 2023 (2,1% desde una caída de 3,0% en el IPM de enero). La mejora en el desempeño se debe al mejor resultado previsto en la Encuesta Trimestral de Avance de Proyectos de Construcción con destino privado en el primer trimestre del 2023, así como perspectivas de inicio de nuevos proyectos en zonas costeras.

La construcción con destino público, por el contrario, acentuaría el descenso estimado en el informe pasado, debido a la menor ejecución prevista de proyectos de carreteras caminos y puentes a cargo del MOPT- Conavi, municipalidades y obras de acueductos y alcantarillados.

Para el 2024, adicional al crecimiento esperado de la construcción con destino privado (3,2%), se estima un impulso de la inversión pública por el mayor avance previsto en la construcción de la carreta Ruta 32 y la continuación del Programa de emergencia para la reconstrucción integral y resiliente de infraestructura

previamente contemplado, lo que implicaría un crecimiento de 2,5% igual al del informe pasado.

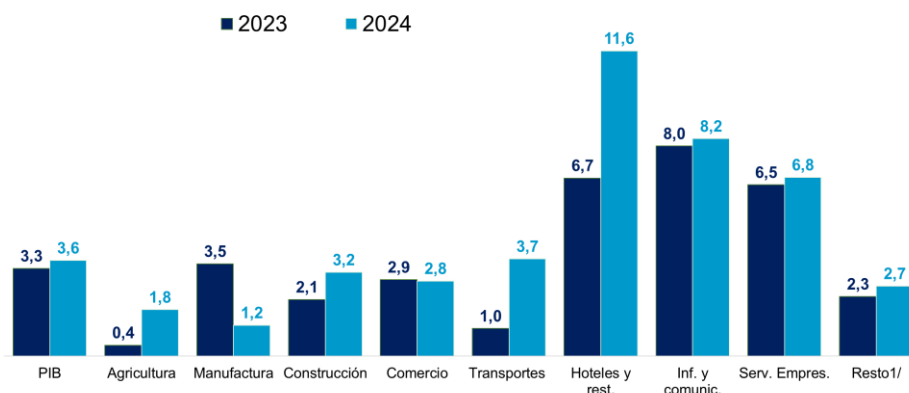
- Hoteles y restaurantes.** El crecimiento del 2023 se estima en 6,7%, por debajo del proyectado en el IPM de enero pasado (7,4%). Este desempeño se asocia, principalmente, a la demanda externa de los servicios de hoteles y restaurantes, con un incremento de 9,2% en la cantidad de turistas externos en el 2023 (11,4% en el informe pasado), aunado al crecimiento de la demanda interna por los servicios de restaurantes. El comportamiento de esta actividad aún no permitiría alcanzar los niveles prepandémicos en el presente año.

Congruente con la estimación de ingreso de turistas (aumento de 18,0%) y la demanda interna por estos servicios, para el 2024 se estima un crecimiento de dos dígitos (11,6%), lo cual implicaría una aceleración con respecto al 2023.

- Agropecuario.** Se revisó a la baja la estimación (0,4% desde 1,2% en el IPM de enero) debido a que prevalecen los efectos del incremento en el costo de los insumos, con el consecuente impacto en el paquete tecnológico utilizado, lo que redundará en un menor rendimiento por hectárea. Para el 2024 se prevé un aumento de 1,8%, sustentado en la recuperación en la producción de banano y piña. A lo anterior se suma el impacto positivo en la producción pecuaria producto de la estabilización en el precio de los insumos de esa actividad específica.

Gráfico 21. PIB por actividad económica 2023-2024

Variación anual en porcentajes



¹ 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.

En el bienio 2023-2024, las transacciones comerciales del país con el resto del mundo estarían determinadas por el buen desempeño de las exportaciones, impulsado principalmente por los regímenes especiales y por la reducción en la factura petrolera, coherente con la mejora prevista en los términos de intercambio.

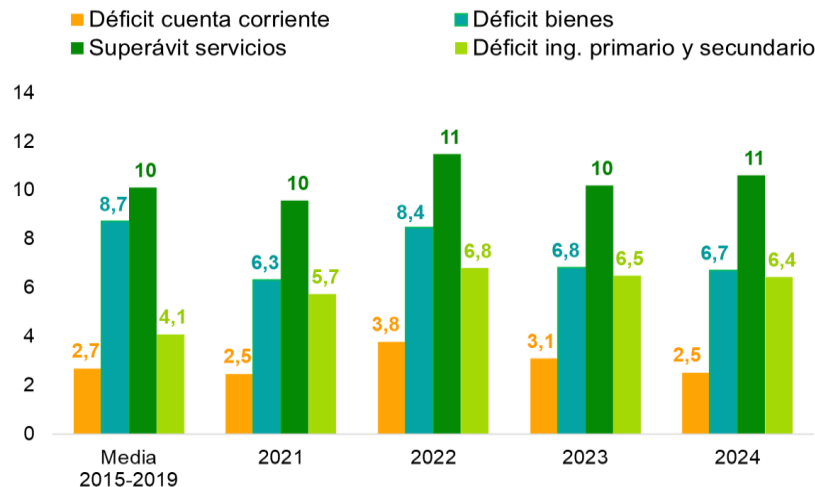
El déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubicaría en el bienio 2023-2024, en promedio, en torno a 2,8% (Gráfico 22), relación inferior a la registrada en el

2022 (3,8%). Lo anterior estaría relacionado con los menores déficits de la cuenta de bienes y de ingreso primario en ambos años de pronóstico (1,7 p.p. y 0,5 p.p. en promedio, respectivamente), movimientos que serían parcialmente compensados por la caída conjunta en el superávit de servicios y de ingreso secundario (1,2 p.p. del PIB en promedio).

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría en el bienio niveles promedio, con respecto al PIB, de 6,8% (8,4% en el 2022). Esta menor brecha se asocia con el buen desempeño de las ventas externas y la moderación en las importaciones. Las exportaciones crecerían a una tasa promedio interanual de 9,5%, lideradas por la expansión de los regímenes especiales (14,7% en promedio), en contraste con el menor crecimiento del régimen definitivo (1,0% en promedio para el bienio, que se compara con 4,6% en el 2022). El desempeño de las exportaciones ha sido favorecido por el proceso de relocalización de algunas actividades desde el exterior hacia nuestro país, a pesar de la desaceleración esperada para la actividad económica de nuestros principales socios comerciales.

Gráfico 22. Déficit de la cuenta corriente según componentes¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2021 y 2022 y proyecciones para el 2023 y 2024.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las importaciones totales crecerían a una tasa interanual promedio de 8,1% durante el bienio, tasa inferior en 10,8 p.p. a la del 2022. Esta reducción obedece al menor valor de la factura petrolera (7,3% en promedio) y la previsión de menor crecimiento de las importaciones de los regímenes especiales (de 22,7% en el 2022 a 8,6% en promedio en el bienio), toda vez que las compras externas del régimen definitivo (sin hidrocarburos) registrarían una variación media de 10,9% (10,4% en el 2022).

Particularmente, para la factura petrolera se estima para el bienio una reducción interanual promedio de 1,1 p.p. del PIB con respecto al 2022, con lo cual registraría un importe promedio de *USD 2.254,7 millones* en dicho lapso. Lo anterior debido al menor precio del barril de la mezcla del producto terminado (valor medio de *USD 101,7* contra *USD 119,0* en el 2022), mientras que para la cantidad importada de barriles se estima un aumento promedio en el bienio de 5,0% en relación con el 2022.

Para la cuenta de servicios, se prevé para los años 2023 y 2024 un superávit promedio cercano a *USD* 9.297,0 millones, lo que significaría un incremento anual de 18,6% en relación con el 2022 y una relación media a PIB de 10,4%. No obstante, este resultado sería inferior en 1,1 p.p. del PIB⁵⁵ al registrado en el 2022.

Se estima que en el bienio la cuenta de viajes alcance un porcentaje medio a PIB de 3,2%, similar al registrado en el 2022⁵⁶, mientras que para el resto de los servicios se estima una razón a PIB inferior en alrededor de 1,1 p.p. en comparación con ese mismo año, principalmente, por la moderación en el crecimiento de los servicios de telecomunicaciones, informática e información.

Las previsiones para la cuenta de ingreso primario indican que un déficit promedio para el bienio de *USD* 6.352,7 millones (equivalente a 7,1% del PIB) lo que significaría una reducción con relación al 2022 de 0,5 p.p. del PIB. Lo anterior asociado, fundamentalmente, a la disminución estimada para la renta de la inversión directa con respecto al PIB (0,8 p.p. en promedio) toda vez que para la deuda pública externa se prevé un incremento medio de 0,4 p.p. en los intereses en relación con el PIB, congruente con el mayor endeudamiento externo del Gobierno General y las mayores tasas de interés internacionales con respecto al 2022.

En el 2023 ingresaría al país ahorro externo por un equivalente a 6,1% del PIB que ubicaría el saldo de los activos de reserva en torno a 12,9% del PIB. En el 2024, la disminución de esos flujos financieros junto con el resultado de la cuenta corriente, llevarían a una reducción cercana a 1,2 p.p. del PIB en los activos de reserva con respecto al año previo.

En el 2023 se estima que el ingreso neto de recursos de la cuenta financiera rondaría los *USD* 5.207,2 millones, que representaría un aumento de 19,4% en relación con el año previo y un equivalente a 6,1% del PIB (Gráfico 23). Este financiamiento estaría dirigido tanto hacia el sector público (3,2% del PIB) como al sector privado (2,9% del PIB).

El financiamiento externo del sector público en el 2023 estaría determinado por los desembolsos programados para el Gobierno General (*USD* 4.750,7 millones), dentro de los cuales destacan dos colocaciones de títulos valores en el exterior por un total de *USD* 3.000 millones, así como créditos de apoyo presupuestario y vinculados a proyectos, por *USD* 1.750,7 millones. Estos influjos serían parcialmente compensados por la cancelación en enero del año en curso de títulos de deuda externa del Gobierno General (*USD* 1.000 millones), la constitución de activos netos de los bancos públicos (*USD* 453,1 millones) y la primera amortización de *USD* 137,5 millones del préstamo otorgado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) al Banco Central.

Por su parte, en el sector privado destacan los flujos de inversión directa con una expansión media de 4,0% con respecto al 2022, principalmente de empresas de la industria manufacturera y, en especial, de aquellas dedicadas a la producción de

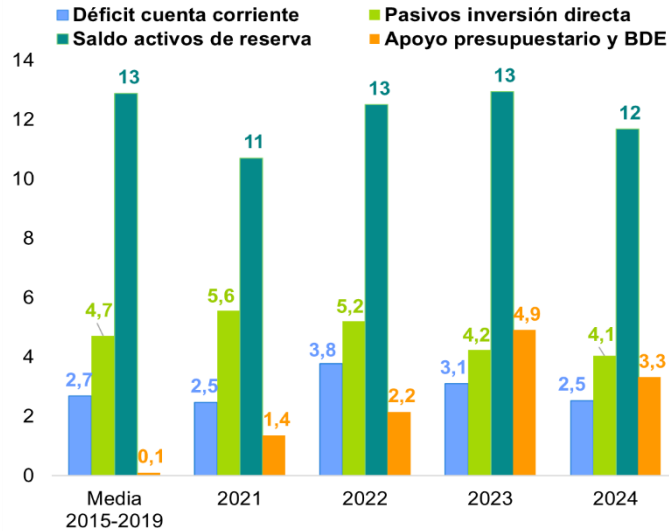
⁵⁵ Este resultado estaría influido, desde un punto de vista aritmético, por un crecimiento nominal en el superávit de servicios (numerador) inferior al crecimiento nominal del PIB en dólares (denominador). Asimismo, el crecimiento nominal del PIB en dólares estaría favorecido por la apreciación del colón. Esa misma interpretación aplica para otras relaciones con respecto al PIB de las principales cuentas de la balanza de pagos contempladas en este apartado.

⁵⁶ Aunque inferior al promedio observado en el quinquenio que culminó en el 2019 (4,6% del PIB).

dispositivos médicos y de alta tecnología. En el bienio estos flujos registrarían una participación media a PIB de 4,1% (5,2% del PIB en el 2022).

Gráfico 23. Componentes seleccionados de la balanza de pagos¹

Porcentaje del PIB



¹ Cifras preliminares para el 2021 y 2022 y proyecciones para el 2023 y 2024.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El menor ingreso neto de ahorro externo previsto para el 2024 con respecto al año previo (3,8 p.p. del PIB) se explicaría, principalmente, por los menores desembolsos programados de deuda pública externa (1,5 p.p. del PIB) y las previsiones de mayores salidas de recursos del resto del capital privado (2,4 p.p. del PIB) producto, en buena medida, de la estimación de un mayor pago de pasivos externos, que generaría una reducción de activos de reserva de USD 253,2 millones con la cual su saldo se ubicaría en torno a 11,7% del PIB.

Se estima que en el bienio 2023-2024 las finanzas públicas continuarán en la senda hacia la sostenibilidad, aunque para el 2023 se prevé un resultado financiero menos favorable que en el año previo, dada la mayor erogación por intereses y la ausencia del ingreso extraordinario y por única vez que se presentó en el 2022⁵⁷.

El Ministerio de Hacienda⁵⁸ estima que en el 2023 el superávit primario y el déficit financiero del Gobierno Central, como proporción del PIB, ascenderían a 1,6% y 3,5%, respectivamente y 1,8% y 3,0% en el 2024, en igual orden (Gráfico 24.A).

Los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 6,2% en este bienio impulsados especialmente por el comportamiento favorable del impuesto de renta y del

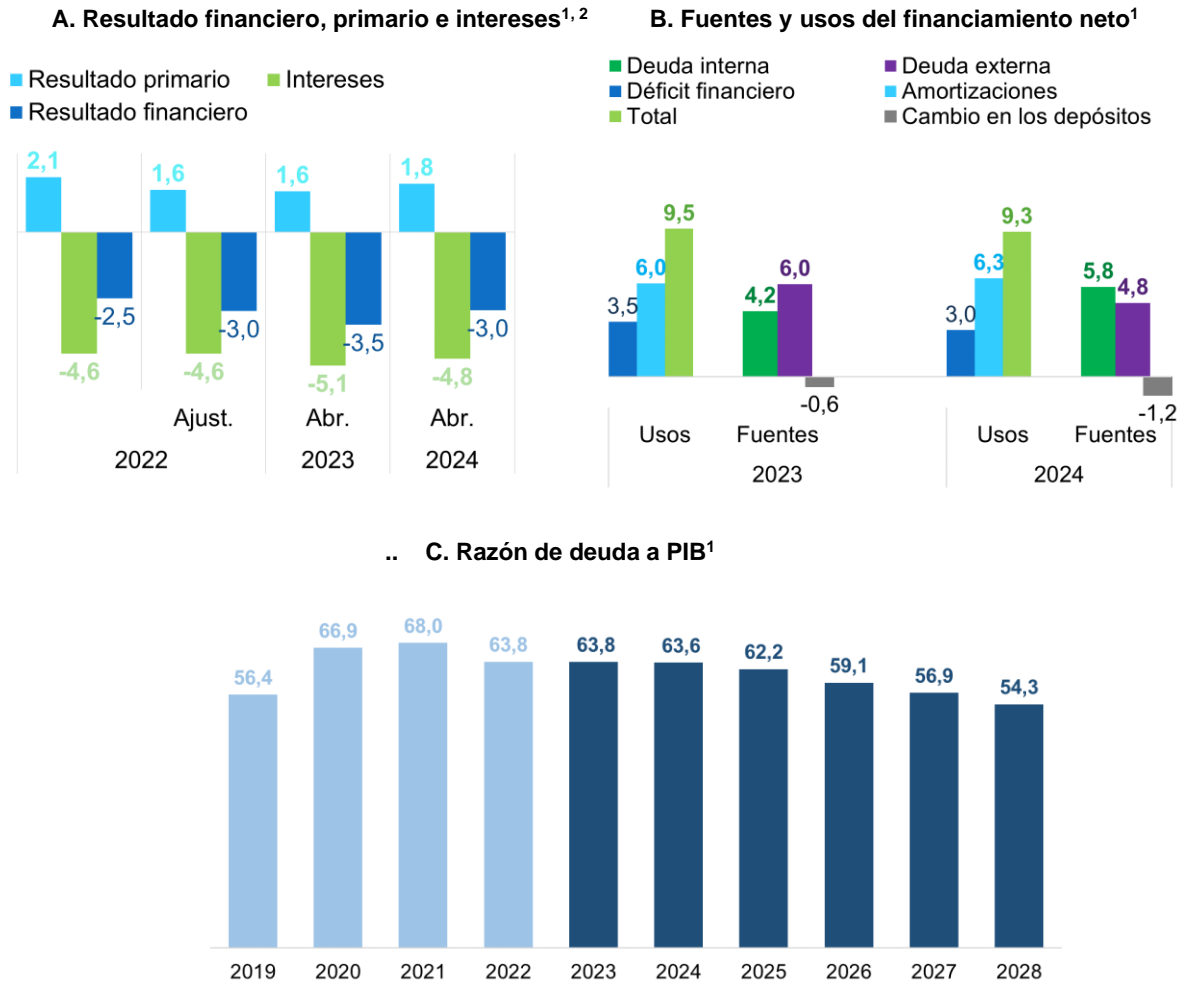
⁵⁷ Ese ingreso extraordinario se originó en las transferencias de los órganos desconcentrados al Gobierno Central, las cuales ascendieron aproximadamente a 0,5% del PIB.

⁵⁸ Son proyecciones publicadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023-2028 de abril 2023, preparado por el Ministerio de Hacienda.

valor agregado; ambos representan en promedio 66% de los ingresos totales. Este resultado ubicaría la carga tributaria, en promedio, en 14,3% del PIB.

Gráfico 24. Proyecciones para el Gobierno Central

Porcentaje del PIB



^{1/} Proyecciones publicadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023-2028, preparado por el Ministerio de Hacienda.

^{2/} Para efectos comparativos, los resultados primario y financiero ajustados para el 2022 excluyen el ingreso extraordinario y por una única vez correspondiente a las transferencias de los OD al Gobierno Central (0,5% del PIB), establecidas en la Ley 9524 y en el artículo 35 del DE-42712-H.

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

En cuanto a los gastos, estas proyecciones suponen la aplicación de la regla fiscal sobre los egresos totales. Así las cosas, el gasto primario (sin intereses) como razón del PIB se ubicaría en 14,3% en el 2023 (14,5 el año previo) y 14,0% en el 2024. No obstante, se estima que el pago de intereses se mantendría en torno a 4,9% del PIB en el bienio, con lo cual el gasto total se ubicaría en el 2023 en 19,4% del PIB (19,1% un año antes) y 18,8% en el 2024. Dado que los cambios proyectados son moderados, tanto en el 2023 como en el año siguiente se generarían resultados primarios superavitarios (1,6% y 1,8%,

en ese orden), que permitirían ubicar el requerimiento anual de financiamiento, en promedio, en torno a 9,4% del PIB en dicho periodo (Gráfico 24.B).

Finalmente, aunque la razón deuda a PIB se mantendría relativamente estable en este bienio (Gráfico 24.C), influida por la colocación de deuda en los mercados externos⁵⁹, en los siguientes años dicha razón decrecería nuevamente, toda vez que las proyecciones contemplan el efecto de la reforma fiscal (Ley 9635).

La inflación general y la subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta antes de lo previsto en el informe de enero pasado.

Los modelos del Banco Central de proyección de la inflación confirman el proceso de reducción de esta variable en el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende desde el segundo trimestre del 2023 hasta el primero del 2025.

Los niveles de la trayectoria de la inflación general y la subyacente son menores a los estimados en el IPM de enero pasado, lo cual adelanta para el segundo trimestre del 2023 el ingreso de ambos indicadores al rango de tolerancia alrededor de la meta, aunque con un balance de riesgos que se mantiene con mayor probabilidad al alza⁶⁰. Estas proyecciones incorporan la postura de política monetaria del Banco Central con el objetivo de lograr que, en el mediano plazo, la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR (3 % ± 1 p.p).

Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, continuarían su trayectoria decreciente, por lo cual disminuye la probabilidad de que se manifiesten efectos de segunda ronda. Esto debido a la reversión parcial de algunos choques de oferta de origen externos y, además, a las acciones de política monetaria aplicadas por el BCCR.

Ello conduciría a que la inflación subyacente⁶¹ se ubique en promedio en torno a 3,3% en el 2023 y 3,2% en el 2024, tasas inferiores en 1,4 y 0,7 p.p. con respecto a las proyecciones del informe de enero pasado (Gráfico 25.A).

Se proyecta que la brecha de producto, otro determinante macroeconómico de la inflación se mantendría en un valor negativo, aunque tendería a cerrarse hacia el final del horizonte de proyección. Por su parte, la inflación general se ubicará en promedio alrededor de 2,6% en el 2023 y 2,8% en el 2024 (Gráfico 25.B).

⁵⁹ El 27 de marzo pasado el Ministerio de Hacienda colocó USD 1.500 millones y se prevé un monto similar en la segunda parte del 2023, y dos emisiones adicionales de USD 1.000 millones al año en el 2024 y el 2025. Además, esta estimación contempla los desembolsos de los créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales.

⁶⁰ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a marzo del 2023 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 tasa de interés de política monetaria, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

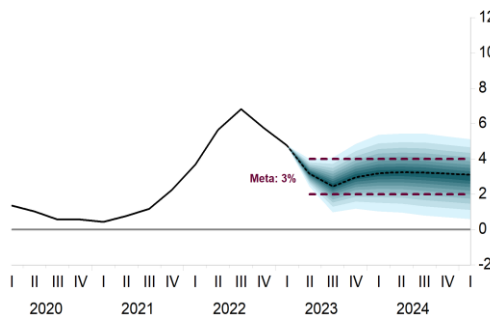
⁶¹ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda sobre las cuales tiene efecto la política monetaria.

Es importante señalar que en este ejercicio la proyección de la inflación general del 2023, en mayor medida que la subyacente, reflejará un “efecto base” en el segundo y tercer trimestres. Esto debido a que el choque inflacionario del 2022 se manifestó con mayor fuerza entre febrero y agosto de ese año (en este último mes alcanzó la variación máxima interanual, de 12,1%), por lo cual es altamente probable que la caída de la inflación general se acentúe en esos dos periodos al comparar los altos valores del IPC observados en 2022 con las nuevas observaciones. Esto potencialmente llevaría a valores por debajo del límite inferior del rango de tolerancia en el tercer trimestre, para posteriormente retornar a ese rango hacia finales del 2023.

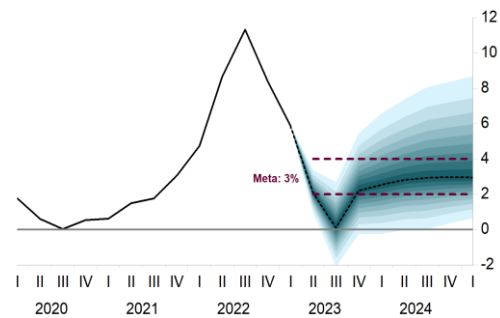
Gráfico 25. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes ¹

A. Inflación subyacente



B. Inflación general



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. Se trata de 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 alrededor de 7% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 5,7% en el 2023 y 5,9% en el 2024, tasas superiores a las previstas en el informe de enero (5,0% y 5,6%, en ese mismo orden). Esa revisión al alza considera, además, el tono menos restrictivo de la política monetaria.

El aumento del crédito continuaría impulsado por las colocaciones en moneda nacional toda vez que se supone que se mantiene el proceso de desdolarización relativa observada en los últimos años en el crédito total y que desde el punto de vista de la supervisión financiera se mantienen los esfuerzos por reducir el riesgo sistémico que implica la falta de correspondencia entre la moneda en la que los agentes económicos se endeudan y en la que reciben sus ingresos.

El Cuadro 4 presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

Cuadro 4. Principales variables macroeconómicas

| | IPM abril 2023 | | | IPM enero 2023 | |
|---|----------------|-------|-------|----------------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| | Obs | proy | proy | proy | proy |
| PIB crecimiento real | 4,3 | 3,3 | 3,6 | 2,7 | 3,5 |
| Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB) | -3,8 | -3,1 | -2,5 | -3,4 | -2,8 |
| Saldo activos de reserva (% del PIB) | 12,5 | 12,9 | 11,7 | 15,6 | 13,6 |
| Indicador de seguimiento de reservas (IR) ¹ | 104,0 | 111,4 | 112,9 | | |
| Gobierno Central (% del PIB) | | | | | |
| Resultado financiero ² | -2,5 | -3,5 | -3,0 | -3,5 | -3,0 |
| Resultado primario ² | 2,1 | 1,6 | 1,8 | 1,6 | 1,9 |
| Variación interanual del IPC ³ | 7,7 | 2,2 | 2,9 | 4,0 | 3,6 |
| Agregados monetarios y crédito (variación %) ⁴ | | | | | |
| Liquidez total (M3) | 4,2 | 6,7 | 6,9 | 5,6 | 6,4 |
| Crédito al sector privado | 5,9 | 5,7 | 5,9 | 5,0 | 5,6 |
| Moneda nacional | 8,0 | 6,9 | 7,1 | 6,3 | 7,2 |
| Moneda extranjera | 2,2 | 3,0 | 3,0 | 2,5 | 2,5 |

¹Este indicador se introduce a partir de este Informe.

²Para el periodo 2023-2024 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.

³ Para el lapso 2023-2024, 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 2023-2024 incorpora la mejor información disponible a abril del 2023. Sin embargo, como es usual en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados con la evolución del contexto externo y local que alterarían el escenario macroeconómico propuesto en este ejercicio.

Entre los principales riesgos globales persisten los relacionados con la intensificación de los conflictos geopolíticos y las políticas monetarias más restrictivas, a las cuales se incorpora la incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante las recientes tensiones en Estados Unidos y Europa y sus posibles efectos macro-financieros.

Cumplidos 14 meses del inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania (febrero del 2022), se mantiene latente la intensificación de dicho conflicto y la posibilidad de que se amplíen los problemas geo-económicos, por ejemplo, con nuevas alzas en los precios de las materias primas, sobre todo de los alimentos y la energía. Sin embargo, este efecto sobre la inflación podría reducirse si la mayor incertidumbre asociada a este conflicto tuviera un impacto negativo sobre el desempeño económico del resto del mundo.

Además de lo anterior, en fechas recientes los países del G7 han aumentado la tensión con China, en un esfuerzo por contrarrestar la creciente influencia de este último país en la economía mundial, lo cual genera el riesgo de que estas tensiones se eleven y aumente la fragmentación de la economía global.

Por la significativa participación de China en el comercio internacional, de escalar estas fricciones, sus consecuencias, dada su naturaleza global, serían de mayor magnitud que las observadas hasta ahora, por el enfrentamiento bélico en Europa. Entre otros, podría llevar nuevamente a problemas en las cadenas de suministro, con presiones inflacionarias al alza.

Desde el punto de vista financiero, la imposición de nuevas sanciones podría acelerar el proceso de desdolarización que ha empezado a observarse recientemente en la economía mundial.

En cuanto a la inflación, si bien la general ha retrocedido en algunos países, desde las tasas máximas registradas en el 2022, continúa alta y por encima de la meta establecida por sus bancos centrales; además, los indicadores de inflación subyacente han mostrado mayor rigidez a la baja. En ese contexto, el tono restrictivo de la política monetaria en el mundo podría ser mayor al supuesto en este ejercicio, lo cual tendría un efecto contractivo sobre la actividad económica mundial, así como posibles movimientos en los flujos de capitales y en los tipos de cambio.

Recientemente la incertidumbre en los mercados financieros internacionales se incrementó, ante la quiebra de algunos bancos estadounidenses y la vulnerabilidad de otras entidades bancarias en Europa. Ello introduce la posibilidad de que el ritmo de aumento de las tasas de política monetaria se reduzca o incluso que entre en pausa condicionada, con el objetivo de preservar la estabilidad financiera. No se descarta un escenario en que dicha pausa tenga un efecto favorable sobre la actividad económica (aunque dependerá también de cómo reaccionen las expectativas de los agentes económicos ante esa situación). Además, la suavización de la política monetaria antes de que la inflación esté controlada podría hacer que esta sea más persistente.

Por otra parte, el riesgo del rebrote de COVID-19 en China se ha diluido. Por ejemplo, la normalización de los viajes internacionales desde y hacia ese país, no se ha manifestado en un rebrote de contagios, tal como ocurrió a inicios del 2020, con lo cual no se observan efectos negativos sobre la actividad económica.

A mediano y largo plazo también están presentes los riesgos asociados al calentamiento global que, como se ha observado, implica mayores costos por los esfuerzos de mitigación, transición y adaptación, lo cual, en determinadas circunstancias, implica reducciones en los niveles de producción de algunas actividades económicas, así como su reubicación y, con ello, el de la población que participa en dichos procesos productivos.

En el contexto anterior, de prevalecer un crecimiento de la economía mundial y, en especial el de nuestros principales socios comerciales, por debajo de lo incorporado en estas proyecciones, se reduciría la demanda externa relevante para el país. Lo anterior, de no ser compensado por la demanda interna, llevaría a un crecimiento económico local por debajo del proyectado, que ampliaría la brecha negativa del producto estimada para el bienio, con efectos a la baja sobre la senda pronosticada de inflación. Sin embargo, ese efecto podría ser compensado o atenuado al menos en parte, en caso de que los precios de las materias primas, en especial el petróleo y alimentos, sean superiores a los previstos en este ejercicio debido a restricciones de oferta o al recrudecimiento de los conflictos geopolíticos.

En el ámbito interno el riesgo de la relativa resistencia de las expectativas de inflación a ubicarse dentro del rango de tolerancia de la inflación con respecto a su meta se ha atenuado, mientras que los vinculados con una mayor demanda de divisas de las operadoras de pensiones superior a la que el mercado puede proveer y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado, se mantienen.

Pese al comportamiento decreciente de las expectativas de inflación, de retardarse su convergencia al rango de tolerancia de la meta de inflación en el horizonte de proyección, podría ser necesario acentuar el sesgo restrictivo de la política monetaria para evitar que el desvío entre las expectativas y la meta retrase la reducción de la inflación, pero ello podría tener posibles efectos adversos sobre la actividad económica en el corto plazo en relación con lo proyectado. Esto último ampliaría la brecha negativa del producto y, eventualmente, haría que la inflación se ubique por debajo del valor central proyectado.

Por otra parte, pagos de la factura petrolera o de otros insumos (como alimentos y metales), así como incrementos en la demanda neta de divisas por parte de residentes, superiores a lo supuesto en este ejercicio podrían generar presiones al alza en el tipo de cambio, con un efecto sobre el precio de algunos bienes y servicios y, por esa vía, generar efectos de segunda ronda en la inflación.

Otro riesgo es el relacionado con condiciones climáticas adversas, que afectarían negativamente el crecimiento económico e incrementaría la inflación, en especial por su efecto sobre los precios de los bienes de origen agrícola.

En nuestro país las condiciones climáticas son influidas por el fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS). De acuerdo con el boletín ENOS de marzo 2023⁶², este fenómeno en su fase La Niña (fase fría del evento) se presentó en el primer trimestre del 2023, luego se estima que habrá una fase neutra entre abril y junio, que daría paso a la fase El Niño (fase cálida del evento) durante el segundo semestre del 2023.

Un ejercicio para estimar su influencia sobre la inflación se presentó en el modelo desarrollado por León (2017)⁶³. Los resultados señalaron que el evento ENOS podría agregar como máximo 115, 79 y 50 puntos base a la inflación estimada para el lapso 2018-2020 según un escenario fuerte, promedio y débil, respectivamente.

Por último, el riesgo asociado a la pandemia del COVID-19 es ahora menor en comparación con el informe de enero pasado, debido a que el fin de las restricciones sanitarias por parte de China ya comentadas no se ha manifestado hasta el momento en un rebrote de la pandemia a nivel mundial ni local, lo que hubiese restado dinamismo a la actividad económica y generado a su vez presiones a la baja en la inflación. De hecho, en Costa Rica tanto los casos de COVID-19 como su mortalidad han disminuido⁶⁴.

⁶² Elaborado por el Instituto Meteorológico Nacional y el Ministerio de Ambiente y Energía.

⁶³ León Murillo, Jorge “Efectos Macroeconómicos de El Niño en Costa Rica” Departamento de Investigación Económica. BCCR. Documento de Investigación N.002. Enero 2017.

⁶⁴ Ver al respecto: <https://www.ministeriodesalud.go.cr/index.php/vigilancia-de-la-salud/41-lineamientos-coronavirus/527-situacion-nacional-covid-19>

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 meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%.

El BCCR hará los ajustes requeridos en la TPM para que la inflación retorne a valores coherentes con la meta en el mediano plazo. Lo anterior basado en un análisis prospectivo de los determinantes de la inflación (entre ellos la brecha del producto, las expectativas de inflación y posibles efectos inflacionarios de segunda ronda).

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, mantendrá la comunicación con el público para explicar la coyuntura económica y los fundamentos de las decisiones de la política monetaria, cambiaria y del sistema financiero, y así contribuir con un proceso informado de construcción de expectativas, que facilite la convergencia de la inflación al objetivo inflacionario de mediano plazo definido por el BCCR.

En materia de política cambiaria, como ha sido usual, el Banco Central participará en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario y 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, contribuir al proceso ordenado de formación de precios.