

INFORME DE
**POLÍTICA
MONETARIA**

ENERO 2023





Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 7 de la sesión 6102-2023 del 25 de enero del 2023.

Contenido

Abreviaturas	vi
El régimen de política monetaria del BCCR	2
Presentación	3
Resumen	5
Capítulo 1. Coyuntura económica internacional y nacional	10
1.1 Economía internacional	10
1.2 Actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas	16
1.3 Condiciones monetarias	29
1.4 Inflación.....	32
Capítulo 2. Acciones de política del BCCR	37
2.1 Tasa de política monetaria	37
2.2 Gestión de la liquidez de la economía.....	39
2.3. Política cambiaria y participación del BCCR en el mercado cambiario	41
Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política	51
3.1 Proyecciones para la economía internacional.....	51
3.2 Proyecciones para la economía nacional.....	54
3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico.....	64
3.4. Acciones futuras de política monetaria	66

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales.....	11
Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas	13
Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías	14
Gráfico 4. Indicadores de mercados financieros internacionales	16
Gráfico 5. PIB en volumen trimestral	17
Gráfico 6. Componentes del PIB.....	18
Gráfico 7. PIB por actividad económica	19
Gráfico 8. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios.....	20
Gráfico 9. Indicadores del mercado laboral.	21
Gráfico 10. Indicadores de las finanzas del Gobierno Central.....	29
Gráfico 11. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME).....	30
Gráfico 12. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera.....	31
Gráfico 13. Indicadores de inflación	32
Gráfico 14. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana).....	34
Gráfico 15. Inflación al productor de la manufactura.....	35
Gráfico 16. TPM, tasa básica pasiva, tasa de interés pasiva y tasas de interés activas por tipo de actividad	39
Gráfico 17. Indicadores del MIL colones	40
Gráfico 18. Factores que explican el comportamiento del mercado cambiario en el segundo semestre del 2022	42
Gráfico 19. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex	43
Gráfico 20. Participación del BCCR en Monex.....	43
Gráfico 21. Proyecciones de crecimiento mundial del FMI para 2023-2024	52
Gráfico 22. Proyecciones de inflación para el periodo 2023-2024.....	53
Gráfico 23. PIB y componentes del gasto: 2023-2024.....	56
Gráfico 24. PIB por actividad económica	58
Gráfico 25. Déficit de la cuenta corriente según componentes y precio de los hidrocarburos	59
Gráfico 26. Componentes seleccionados de la balanza de pagos	60
Gráfico 27. Proyecciones fiscales (Gobierno Central).....	62
Gráfico 28. Proyección de inflación	63

Índice de cuadros

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica	23
Cuadro 2. Proyecciones de crecimiento mundial del FMI para el 2023-2024	52
Cuadro 3. Principales supuestos del entorno externo para el 2023-2024	53
Cuadro 4. Principales variables macroeconómicas	64

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>INEC</i>	<i>Instituto Nacional de Estadística y Censos</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, puesto que las medidas de política monetaria toman tiempo para transmitirse a la economía y tener el efecto deseado 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 enero 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 las que espera ejecutar para cumplir con sus objetivos.

En un entorno macroeconómico externo caracterizado por la desaceleración económica y elevadas tasas de inflación, aunque con tendencia a la baja en meses recientes, los principales indicadores económicos evidencian un desempeño de la economía nacional en el 2022 relativamente satisfactorio.

En línea con el comportamiento de la economía mundial y con lo previsto en el IPM de octubre pasado, tanto la inflación como la actividad económica se desaceleraron en el último trimestre del año. Sin embargo, el crecimiento real anual del producto interno bruto (PIB), de 4,3%, supera el promedio registrado en el lapso 2010-2019, de 3,6%.

Por su parte, la situación financiera del Gobierno Central mostró una significativa mejora, en buena medida como consecuencia del esfuerzo realizado por mejorar la recaudación y contener el crecimiento del gasto. Los indicadores del mercado laboral también evidenciaron un avance, aunque en materia de empleo nuestro país tiene tareas por resolver.

En lo que respecta al sector externo, la situación fue menos favorable. El deterioro en los términos de intercambio, debido a los todavía elevados precios de las materias primas, propició un aumento en el déficit de la cuenta corriente que, si bien fue financiado con flujos de ahorro externo de mediano plazo, denota una vulnerabilidad de la economía costarricense.

Otro aspecto destacable de la coyuntura económica en el 2022 es la relativa abundancia de divisas en el mercado cambiario durante la segunda parte del año, lo cual redundó en una apreciación de la moneda nacional.

Este exceso, que se ha mantenido en lo transcurrido del actual año, es explicado por razones tanto de oferta como de demanda, de carácter coyuntural y estructural, y de naturaleza real y financiera, que se comentan con detalle en este informe.

Al respecto, cabe mencionar que el régimen cambiario que opera en el país desde febrero del 2015 es de flotación administrada, bajo el cual el tipo de cambio es determinado por las condiciones de oferta y demanda. El BCCR interviene en el mercado cambiario con el fin de acotar movimientos abruptos en este macroprecio que no respondan a la evolución de sus determinantes macroeconómicos y participa en el mercado cambiario para gestionar las operaciones en moneda extranjera del sector público no bancario (SPNB).

El BCCR no tiene compromiso alguno con un nivel o senda de tipo de cambio y no interviene en el mercado cambiario con el propósito de reducir la inflación, aunque es claro que existe un vínculo entre ambas variables.

Para controlar la inflación, el Banco Central dispone de varios instrumentos, tales como la Tasa de Política Monetaria (TPM), el encaje mínimo legal (EML) y las operaciones de mercado abierto. Con ese fin, esta entidad inició en diciembre del 2021 un proceso de aumento de la TPM que continuó durante el 2022, hasta acumular 825 p.b. y ubicar su nivel en 9,0%.

Esta medida fue complementada con un aumento de 3 p.p. en la tasa de encaje mínimo legal, tendiente a reducir los excesos monetarios existentes en la economía y evitar mayores presiones inflacionarias por esa vía. La medida entró en vigencia en julio del 2022.

Estas acciones, en conjunto con la baja observada en los precios de las materias primas en el segundo semestre (especialmente del petróleo), contribuyeron a la desaceleración de la inflación el año anterior.

Al considerar la información disponible sobre los determinantes de la inflación en los modelos del Banco Central, se proyecta que ese comportamiento a la baja continuaría en el presente año y permitiría que la inflación general retorne al rango de tolerancia alrededor de la meta ($3\% \pm 1$ p.p.) en el último trimestre del 2023 y la subyacente en el primer semestre del 2024.

Por su parte, el pronóstico de crecimiento de la actividad económica para el actual año se mantiene en 2,7%, conforme a lo previsto en el IPM de octubre, aunque en esta oportunidad se estima una mayor expansión, tanto de la demanda externa como de la interna, compensada por el incremento estimado de las importaciones. Para el 2024 se proyecta un crecimiento de 3,5%.

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 hacia su objetivo de inflación.

Róger Madrigal López



RESUMEN

I. Coyuntura económica internacional y nacional

La inflación mundial ha empezado a ceder en meses recientes debido a la conjunción de varios factores, entre ellos: a) la recuperación de la oferta, luego de la pandemia del COVID-19, y con ello la restauración de las cadenas globales de suministro; b) los efectos sobre la demanda agregada de la política monetaria restrictiva aplicada en muchas economías; c) la reducción de los estímulos fiscales y d) la moderación en los precios de las materias primas.

Sin embargo, la inflación aún se encuentra por encima de su nivel previo a la pandemia y del objetivo de los bancos centrales. Debido a ello, los responsables del control de la inflación, en su mayoría han continuado con incrementos en sus tasas de interés de referencia, aunque en algunos casos a un menor ritmo o bien otros han pausado el ajuste.

El aumento en las tasas de interés, la incertidumbre y el deterioro en la confianza de los agentes económicos, junto con el impacto de las restricciones impuestas a Rusia por algunos países occidentales en el marco del conflicto bélico entre esa nación y Ucrania, llevaron a una desaceleración de la economía mundial en el 2022.

En forma coherente con el comportamiento de la economía global, en Costa Rica la inflación tendió a desacelerarse en el tercer cuatrimestre del 2022, en buena medida debido a las menores presiones derivadas de choques externos, en especial, la baja en el precio de las materias primas. Adicionalmente, hubo factores internos que reforzaron dicho comportamiento, entre estos el endurecimiento de la política monetaria. Pese a ello, la inflación todavía supera la meta establecida por el Banco Central.

En ese entorno inflacionario y de desaceleración de la economía global, la actividad económica local mostró menos dinamismo en el último trimestre del 2022, tal como se previó en el IPM de octubre pasado. En el 2022 el PIB creció 4,3% en volumen, tasa que, aunque es inferior a la del 2021 (7,8%), supera a la variación media del periodo 2010-2019 (3,6%). Además, como es conocido, el elevado crecimiento en el 2021 estuvo influido por un efecto base, dada la contracción económica en el 2020 como consecuencia de la pandemia.

El desempeño de la actividad económica incidió de manera positiva en la confianza de los empresarios y consumidores. Asimismo, permitió la creación de alrededor de 80.000 nuevos puestos de trabajo en el 2022, lo que se tradujo en una reducción de la tasa de desempleo, aunque esta aún supera su nivel histórico (9,9% entre el 2010 y el 2019). Otros indicadores del mercado laboral, como el subempleo y la informalidad, igualmente evidenciaron una mejora.

En el 2022 la mejora en las finanzas públicas fue evidente, explicada tanto por los esfuerzos para contener el crecimiento del gasto como por mejorar la recaudación. Esta activa política fiscal en favor de la sostenibilidad de las finanzas públicas ocurrió en un contexto de relativo alto crecimiento económico y de apreciación del colón que redujo el valor nominal de la deuda contratada en moneda extranjera.

Según cifras preliminares a diciembre, tanto el resultado primario del Gobierno Central como el financiero mejoraron en comparación con el año anterior y con lo previsto por el Ministerio de Hacienda. Consecuente con ello, la razón de deuda a producto se redujo de manera significativa, lo cual constituye un avance en el proceso hacia la sostenibilidad fiscal iniciado en el 2018.

En contraste con los resultados positivos antes comentados, en el 2022 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó en 1,5 puntos porcentuales (p.p.) del PIB con respecto al año anterior. Este comportamiento es consecuencia, en parte del deterioro en los términos de intercambio (menor en el segundo semestre) y la desmejora en la cuenta de ingreso primario. Sin embargo, es destacable el desempeño tanto de las exportaciones, en especial las de los regímenes especiales, como de la cuenta de servicios. Los flujos de ahorro externo recibidos por el país en ese año permitieron financiar el déficit de la cuenta corriente y propiciar una acumulación de activos de reserva por el equivalente a 2,6% del PIB.

Por último, en el cuarto trimestre del 2022 se aceleró la tasa de crecimiento de los agregados monetarios amplios; sin embargo, se estima que no generarán presiones inflacionarias futuras, toda vez que crecen a un menor ritmo que el implícito en el crecimiento real de la producción y la meta de inflación. Además, destacó la contención de la dolarización del ahorro financiero, lo cual responde, en parte a la restitución del premio por ahorrar en moneda nacional.

De igual modo, el crédito al sector privado se aceleró en ese trimestre, impulsado por el componente en moneda extranjera, situación que se asocia con el aumento de las tasas de interés en colones y con las menores expectativas de depreciación del colón.

II. Acciones de política del BCCR

Como ya se mencionó, al igual que otros bancos centrales, en el 2022 el BCCR continuó con los aumentos en la tasa de interés de referencia con el propósito de controlar las presiones inflacionarias. Desde el inicio del ciclo de aumentos de la TPM, en diciembre del 2021, hasta enero del 2023, dicho indicador se incrementó en 825 puntos básicos (p.b.), para ubicarse en 9,0% desde octubre de 2022.

También, de acuerdo con lo observado en otros países, el ritmo de ajuste en la TPM disminuyó en el último trimestre del 2022. En dicho lapso hubo dos reuniones de política monetaria, el 26 de octubre y el 14 de diciembre; en la primera, la Junta Directiva aumentó la TPM en 50 p.b., mientras que en la segunda no hubo cambios en el valor de ese indicador. De igual modo, en la primera reunión del presente año, celebrada el pasado 25 de enero, el valor de la TPM se mantuvo. El último ajuste efectuado, si bien menor a los realizados en los meses previos, reafirmó el compromiso del BCCR con la reducción de la inflación.

Como es usual, la Junta Directiva del BCCR fundamentó estas decisiones en un análisis del entorno macroeconómico, que incluye la evolución prevista de la inflación y de sus determinantes, así como la valoración de los riesgos alrededor de esas proyecciones.

Particularmente, las resoluciones tomadas en las reuniones mencionadas se sustentaron, en buena medida, en la desaceleración de los distintos indicadores de inflación (observados y prospectivos), aunque todavía se ubicaban por encima del objetivo

inflacionario, así como en la necesidad de reducir la probabilidad de efectos de segunda ronda que prolonguen el período de alta inflación una vez superado el choque externo.

Como complemento a los incrementos en la TPM, el BCCR aprobó un aumento de 3 p.p. (de 12% a 15%) en la tasa de encaje mínimo legal en colones a partir de julio pasado. La medida contrajo la liquidez de manera significativa; sin embargo, este efecto fue luego más que compensado por la expansión monetaria asociada a la compra de divisas para restituir parte de las ventas previamente al SPNB.

Esa compra se realizó en un contexto de abundancia de moneda extranjera en el mercado cambiario a lo largo del segundo semestre del 2022 (que continúa en lo que transcurre del presente año), explicada por distintos factores, entre ellos los ingresos por turismo, la instalación de empresas de inversión extranjera, la mejora relativa en los términos de intercambio en esta segunda mitad del año, la menor demanda de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros (en especial, las operadoras de fondos de pensiones) y la recuperación del premio por ahorrar en colones.

Pese a la activa participación del Banco Central en el mercado cambiario como comprador neto de divisas, la mayor disponibilidad de dólares llevó a una apreciación de la moneda nacional en el segundo semestre del 2022, condición que continúa en lo que transcurre del presente año.

III. Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Los organismos financieros internacionales, aunque presentan diferencias en sus pronósticos para el crecimiento mundial en el 2023-2024, coinciden en que la actividad económica se desacelerará en el presente año, como resultado del impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania y la política monetaria contractiva para contener la elevada inflación, efectos mitigados en parte por la reciente flexibilización de las medidas sanitarias en China. Además, consideran que la inflación si bien en el 2023 presentará una trayectoria a la baja, continuará en niveles relativamente altos. Para el 2024 prevén que tanto la producción como la inflación mostrarían un mejor desempeño.

Con base en estos pronósticos del contexto internacional y la evolución supuesta para los distintos indicadores económicos internos, en este informe el Banco Central mantiene en 2,7% el crecimiento del PIB para el 2023 previsto en el IPM de octubre pasado, en tanto que para el 2024 estima un crecimiento de 3,5%.

Además, prevé que la inflación general retornaría al rango de tolerancia alrededor de la meta al final del 2023 y la subyacente lo haría en el primer semestre del 2024, antes de lo proyectado en el informe de octubre pasado (a finales del 2024 para ambos indicadores); no obstante, el balance de riesgos de las proyecciones de inflación se inclina al alza.

El déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubicaría alrededor de 3,1%, en promedio, durante el bienio 2023-2024, por debajo del 4,0% registrado en el 2022. Este resultado, favorecido por una relación de términos de intercambio relativamente estable junto con el aumento proyectado en los flujos de ahorro externo para el 2023, permitiría la acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo en torno a 15,6% del PIB en ese año y a 13,6% en el siguiente.

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían en correspondencia con el crecimiento real de la actividad económica y con la meta de inflación. El aumento en el crédito al sector privado sería impulsado por las operaciones en moneda nacional.

Por último, 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 1,9% del PIB y déficit financieros de 3,5% y 3,0% del PIB en el 2023 y 2024, en el orden respectivo.

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2023-2024 incorpora la mejor información disponible a enero del 2023. Sin embargo, como en toda proyección macroeconómica, existen factores de riesgo asociados a la evolución del contexto externo y local que, de materializarse, inclinarían hacia la baja las proyecciones de crecimiento económico y al alza las de inflación.

Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas y a un eventual rebrote del COVID-19 debido a la flexibilización por parte de China de la política cero COVID, a lo cual se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión.

En el ámbito local se identifican riesgos relacionados con una convergencia de las expectativas de inflación a la meta más lenta de lo estimado, así como variaciones abruptas en el tipo de cambio asociadas a movimientos no consecuentes con la evolución de sus fundamentales y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

La Junta Directiva del Banco Central reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, como condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y, por tanto, para el crecimiento económico. Por ello mantiene la meta de inflación de mediano plazo, definida en 3%.

Para tal fin y 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), 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.

También como lo ha tratado de hacer desde hace varios lustros, 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.

Por último, mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del SPNB y para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, y continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de este mercado y contribuyan al proceso de formación de precios.

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.

La inflación mundial ha tendido a disminuir, pero en muchos países todavía se mantiene por encima del objetivo de los bancos centrales. Debido a ello, varias de estas entidades han continuado con aumentos en sus tasas de interés de referencia, aunque en algunos casos a un menor ritmo. Por su parte, la actividad económica global se desaceleró en el 2022 debido al aumento en las tasas de interés, a la incertidumbre y al deterioro de la confianza de los agentes económicos.

En línea con lo observado en el mundo, en Costa Rica la inflación tendió a desacelerarse en el segundo semestre del 2022, pero todavía se ubica por encima de la meta establecida por el Banco Central.

En este entorno inflacionario y de desaceleración de la economía global, la actividad económica local mostró menos dinamismo en el último trimestre del año. Sin embargo, su variación anual (4,3%) es un resultado positivo, dado el difícil entorno macroeconómico. Ese crecimiento se tradujo en el mercado laboral en una reducción tanto de la tasa de desempleo como la de subempleo.

También se observaron resultados favorables en las finanzas públicas. Según cifras preliminares a diciembre, el Gobierno Central habría registrado una mejora en términos tanto del resultado primario como del financiero. Consecuente con ello, la razón deuda-PIB presentó una reducción considerable.

No obstante, el deterioro en los términos de intercambio causado por el incremento del precio de las materias primas propició un aumento en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a pesar del buen desempeño de las exportaciones.

1.1 Economía internacional

Pese a la significativa moderación en los precios de las materias primas y las presiones en las cadenas globales de suministro en el segundo semestre del 2022, la inflación continúa por encima del objetivo de los bancos centrales.

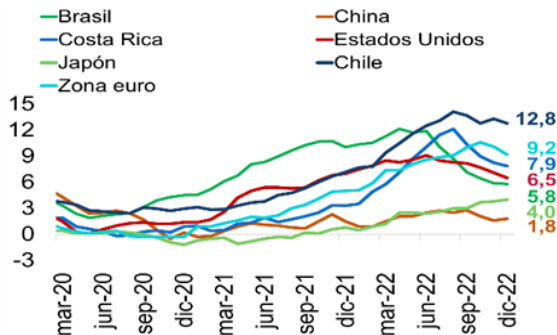
El 2022 estuvo caracterizado por una elevada inflación mundial, hasta niveles no observados en las tres décadas previas, explicada principalmente por la política monetaria y fiscal expansiva aplicada en la mayoría de las economías en el contexto de la emergencia sanitaria por el COVID-19, las sanciones impuestas a Rusia por algunas naciones occidentales en el marco del conflicto bélico entre ese país y Ucrania, y las estrictas medidas de confinamiento impuestas por China para controlar nuevos brotes de la pandemia. Estos elementos propiciaron un aumento en el precio de las materias primas que, a su vez, alentó las presiones inflacionarias.

No obstante, en algunas economías esas presiones han empezado a disminuir lentamente (Gráfico 1.A), en parte porque las implicaciones del COVID-19 sobre la oferta parecen haberse superado. Además, ha influido el endurecimiento de la política monetaria aplicado por los bancos centrales (en contraste con la política laxa previa), la reducción de los estímulos fiscales y de los precios de algunas materias primas, desde los niveles máximos alcanzados a mediados del 2022, así como la importante reducción en las presiones sobre las cadenas globales de suministro (actualmente se encuentran cerca de su nivel promedio histórico, Gráfico 1.B). En particular, el precio de transporte de contenedores disminuyó cerca de 80% entre setiembre del 2021 (cuando alcanzó el valor máximo) y enero del 2023 (Gráfico 1.C).

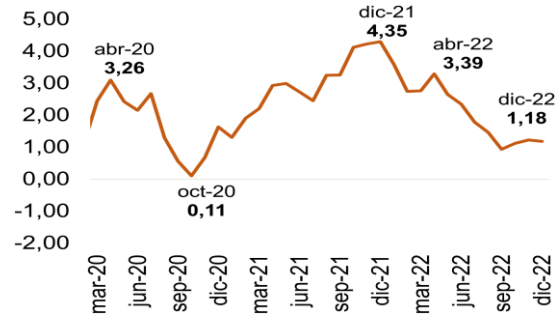
La disminución de los precios internacionales de las materias primas se ha reflejado en el caso de Costa Rica en variaciones interanuales negativas del índice de materias primas importadas, el cual mostró en diciembre una caída interanual de 10,6% (-11,7% en noviembre), aunque se mantiene por encima del nivel previo a la pandemia (Gráfico 1.D).

Gráfico 1. Indicadores de precios internacionales

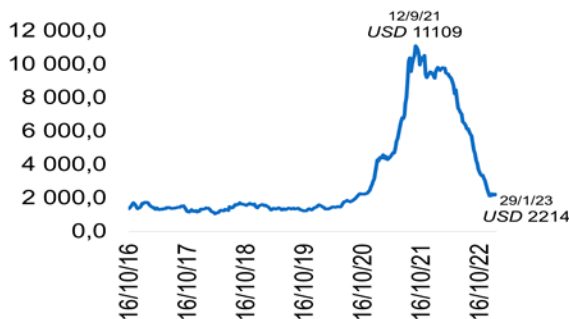
A. Evolución de la inflación en algunas economías (en porcentajes)



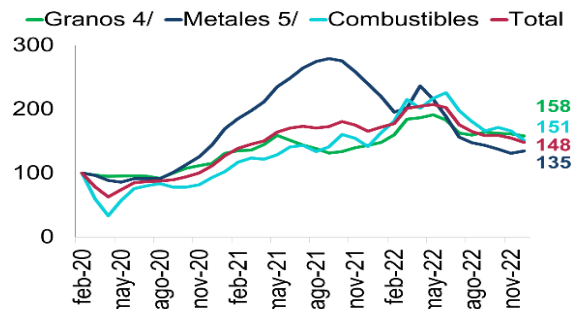
B. Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministros¹ (desviaciones con respecto al promedio)



C. Precio de transporte de contenedores² (en USD)



D. Índice de precios de materias primas importadas³ (febrero 2020 = 100)



¹Este índice considera los costos de transporte internacional (Baltic Dry index y Harpex index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por sus siglas en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del Sur, Taiwán, Reino Unido y Estados Unidos.

²Precios diarios de envío de un contenedor de 40 pies en 12 rutas comerciales globales. <https://fbx.freightos.com/>

³Las 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.

⁴Granos básicos: trigo maíz, soja y arroz. ⁵Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y Bloomberg.

El comportamiento reciente del precio de las materias primas y, en particular del petróleo, ha estado influido por la expectativa de una desaceleración, e incluso de una recesión, de la economía mundial. Debido a ello, el precio de esta materia prima ha tendido a la baja, aunque con oscilaciones a partir del 8 de junio del 2022, cuando alcanzó un máximo de *USD 122,1* el barril². Esto a pesar de que la Organización de países exportadores de petróleo, junto con algunos productores independientes (OPEP+) redujo la oferta en dos ocasiones³; el impacto sobre la oferta fue compensado en alguna medida por la venta efectuada por los Estados Unidos de parte de sus reservas de crudo.

Pese a la baja en el precio del petróleo, la inflación general y la subyacente⁴ se mantienen altas y superan el objetivo de los bancos centrales, especialmente en las economías avanzadas. Por ejemplo, en Estados Unidos la primera de estas mediciones se ubicó en diciembre pasado en 6,5% en tanto que la segunda fue de 5,7%, ambas muy por encima del objetivo inflacionario de 2% del Sistema de la Reserva Federal. De igual forma, en la zona del euro la inflación general y la subyacente al pasado mes de diciembre (9,2% y 5,2%) superaron la meta establecida por el Banco Central Europeo (2%).

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 energía⁵. Sobre este particular, el FMI recomendó a los gobiernos europeos abandonar el uso de medidas genéricas como subsidios, rebajas fiscales y controles de los precios de la energía, pues prevén que en el mediano plazo el precio de la energía continúe elevado, por lo que deben adaptarse a ese entorno. Agregan que, en algunos países, el costo fiscal de la respuesta ante la crisis energética representará más del 1,5% del PIB solo en el primer año (considera parte del 2022 y 2023)⁶.

En respuesta a las altas tasas de inflación todavía presentes, los bancos centrales mantienen una política monetaria restrictiva, especialmente en las economías avanzadas.

En el contexto antes mencionado, las acciones de los principales bancos centrales han tratado de “evitar que se desanclen las expectativas de inflación y su credibilidad se vea menoscabada”⁷. En este sentido, el Banco de Inglaterra aumentó la tasa de referencia en 325 puntos base (p.b.) desde finales del 2021, para ubicarla en 3,5% en diciembre del 2022. Por su parte, entre marzo y diciembre de este último año, el Sistema de la Reserva Federal de Estados

² Al 31 de enero del 2023 ese precio se ubica en *USD 79,0*.

³ La primera, a partir del 1 de octubre del 2022, por 100.000 barriles diarios de crudo y la segunda, desde noviembre de ese mismo año, por 2 millones de barriles diarios. A manera de referencia, la producción de crudo de la OPEP, en promedio, fue de 29,4 millones de barriles diarios en el cuarto trimestre del 2022, de acuerdo con el Informe mensual del mercado petrolero de enero del 2023.

⁴ Las mediciones de inflación subyacente suelen excluir los componentes más volátiles del IPC, como los precios de la energía.

⁵ En el verano del 2022, los precios mayoristas del gas natural fueron, en promedio, siete veces y media más altos que a comienzos de 2021. También hubo significativos aumentos en el costo del carbón y del petróleo crudo.

⁶ Cómo ayudar a los hogares de Europa, Revista Finanzas y Desarrollo del FMI, diciembre del 2022.

⁷ La alta inflación pone a los bancos centrales en una situación difícil, Blog del FMI", 1-8-2022.

Unidos aumentó en 425 p.b. el rango objetivo de su tasa de referencia hasta ubicarlo en [4,25% y 4,5%], su mayor nivel en 15 años (Gráfico 2.A)⁸.

De igual forma, el Banco Central Europeo subió la tasa de interés de referencia en 50 p.b. en julio, en 75 p.b. en setiembre y octubre, y en 50 p.b. en diciembre hasta ubicarla en 2,5%. El aumento de julio fue el primero en 11 años y puso fin a la política de tasa de interés cero que predominó en la zona del euro.

Varias economías emergentes latinoamericanas también aumentaron gradualmente la tasa de interés de referencia, hasta ubicarla, al 4 de enero del presente año, en: 13,75% (Brasil), 12,75% (Colombia), 11,25% (Chile), 10,5% (México) y 7,75% (Perú).

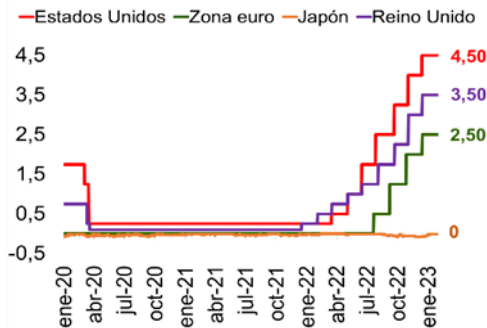
Al igual que en Estados Unidos y la zona euro, recientemente algunas de estas economías empezaron a reducir la magnitud de los ajustes o bien mantuvieron el nivel de la tasa de política monetaria (Gráfico 2.B).

El endurecimiento de la política monetaria también se evidenció en la reducción tanto de la compra de activos (bonos del Gobierno y corporativos) que hicieron los bancos centrales como en las inyecciones de liquidez. Ello llevó en el 2022 a una caída en la liquidez mundial⁹ en comparación con el año previo.

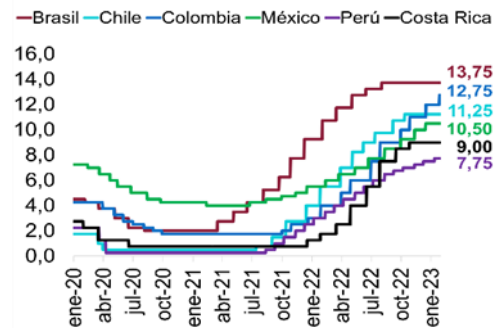
Gráfico 2. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas

En porcentajes

A. Economías avanzadas



B. Economías emergentes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 30 de enero del 2023.

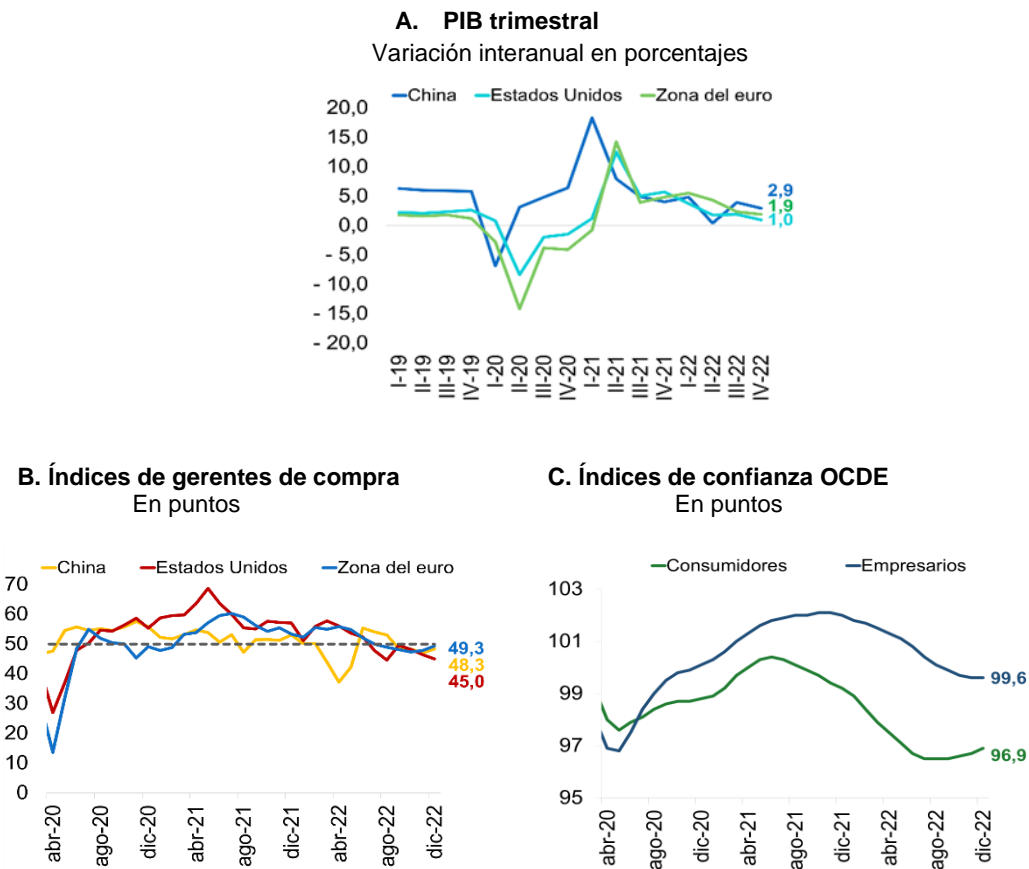
En un contexto de alta incertidumbre y deterioro en la confianza de los agentes, la actividad económica mundial se desacelera.

⁸ No obstante, es importante señalar que el ajuste de diciembre de 2022 efectuado por dicha entidad (50 p.b.) fue menor en comparación con los cuatro previos (de 75 p.b. cada uno). Esto no necesariamente significa que no vayan a aplicarse aumentos adicionales en la tasa de referencia. Al respecto, Esther George, presidenta del Banco de la Reserva Federal de Kansas, señaló el 5-1-2023 que Estados Unidos deberá seguir adelante con los aumentos de tasas y mantenerlas altas durante algún tiempo una vez que finalice el proceso de endurecimiento monetario.

⁹ CEPAL, Balance preliminar de las economías de América latina y el Caribe, 2022, Cap. 2, 15-12-2022.

El crecimiento económico de Estados Unidos descendió de 5,9% en el 2021 a 2,1% en el 2022, en tanto que en la zona del euro se estima que pasaría de 5,3% a 3,5% y en China de 8,1% a 3,0%. Esta es la primera vez en 40 años que este último país habría crecido igual o por debajo de la economía mundial¹⁰. En Estados Unidos la producción decreció en los dos primeros trimestres del 2022 (variación trimestral anualizada de -1,6% y -0,6%), pero en el tercero y cuarto trimestres registró variaciones positivas (3,2% y 2,9%). Por su parte, la zona del euro creció a tasas interanuales de 5,5%, 4,3%, 2,3% y 1,9% en cada uno de los trimestres del 2022, con diversidad entre los países que componen dicha región (Gráfico 3.A). Destaca el hecho de que Alemania, su principal economía, creció a tasas inferiores a las de la zona en su conjunto.

Gráfico 3. Indicadores de actividad económica en algunas economías



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

En Estados Unidos y la zona del euro esta desaceleración se asocia con los persistentes congestionamientos en las cadenas de suministro (aunque desde mediados del 2022 ha habido una notoria mejora), la propagación de nuevas variantes del coronavirus (que llevaron a retomar algunas medidas sanitarias), y al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. En el caso de China incidió, principalmente, el impacto de la política de cero COVID¹¹, la incertidumbre en torno al

¹⁰ Entrevista a la directora gerente del FMI en el programa “Face the Nation” de CBS, el 1-1-2023.

¹¹ En algunos casos, la política de cero COVID llevó al cierre de ciudades y puertos.

sector inmobiliario y el efecto que tendría la debilidad de la demanda mundial sobre el sector exportador.

Algunos indicadores de corto plazo de actividad económica confirmaron que la desaceleración en estas economías continuó en el cuarto trimestre del 2022. A manera de referencia, el Índice de gerentes de compra¹² (Gráfico 3.B) continuó en noviembre con valores por debajo de 50. Asimismo, la confianza de los consumidores y empresarios (Gráfico 3.C) en los países miembros de la OCDE¹³ siguió con valores inferiores a 100 (96,6 puntos en noviembre y 99,7 en octubre) y el indicador adelantado compuesto para dichas economías¹⁴ se ubicó en 98,3 puntos en noviembre anterior (98,4 en octubre).

El temor a una recesión, ante los futuros incrementos en las tasas de interés, generó una mayor volatilidad en los mercados financieros en el 2022, aunque a partir de octubre disminuyó.

La elevada incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania, las sanciones establecidas a Rusia por Estados Unidos y la Unión Europea en el marco de dicho conflicto, la política monetaria restrictiva y el temor de que la economía mundial entre en recesión han repercutido en los mercados financieros y en los cambiarios¹⁵ (Gráficos 4.A y 4.B).

Además de los episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros¹⁶, se observó una caída en los precios de las acciones, un incremento general en la prima por riesgo para los títulos de deuda de los mercados emergentes y un deterioro en el valor de algunas monedas, aunque Costa Rica ha mostrado un comportamiento diferente, como se explicará más adelante.

En particular, el 12 de octubre el S&P 500 alcanzó un mínimo para el 2022 y el Dow Jones Industrial Average también cayó en un mercado bajista a medida que se fortalecía el dólar. Por su parte, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años plazo aumentó hasta 4,2% el 24 de octubre, el nivel más alto desde el 2010, mientras que el 2021 había finalizado con una tasa de 1,5%. Al 30 de enero del 2023, este indicador alcanzó un 3,5%.

Durante el 2022 el dólar se fortaleció hasta el nivel más alto desde el 2000 con respecto a la mayoría de las monedas de economías avanzadas y emergentes, en buena parte debido a los aumentos de las tasas de interés del Sistema de la Reserva Federal, pero también a problemas internos de las distintas economías. No obstante, en el cuarto trimestre mostró oscilaciones significativas, con una tendencia hacia la depreciación en las últimas semanas; es decir, se fortalecieron otras monedas con respecto al dólar de los Estados Unidos. La apreciación del dólar predominante en el 2022 reforzó la mayor inflación mundial¹⁷.

Finalmente, los mercados bursátiles presentaron movimientos al alza en el cuarto trimestre del 2022 debido a un aumento en el apetito por riesgo global.

¹² Si el índice está por encima de 50 indica una expansión, y por debajo de 50, contracción.

¹³ Valores por encima de 100 representan optimismo.

¹⁴ El indicador adelantado compuesto proporciona señales tempranas de puntos de inflexión en los ciclos económicos. Su promedio de largo plazo es 100.

¹⁵ Estos mostraron una alta sensibilidad a las publicaciones de datos y declaraciones de autoridades.

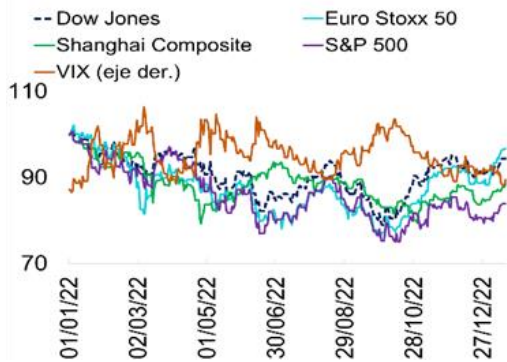
¹⁶ El VIX, indicador de volatilidad, registró un nivel medio de 25,6 puntos en el 2022 (con un máximo de 36,4 el 7 de marzo) frente a 19,7 puntos en el 2021. Valores superiores a 30 se asocian con una alta volatilidad, e inferiores a 20 con períodos de relativa calma o estabilidad. Valores entre 20 y 30 se consideran de volatilidad moderada.

¹⁷ Ver Blog del FMI [“Cómo deberían responder los países al fortalecimiento del dólar”](#), del 22-10-2022.

Gráfico 4. Indicadores de mercados financieros internacionales

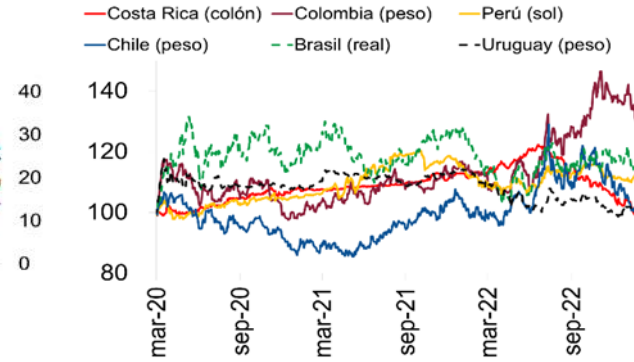
A. Mercados accionarios

Índices 1-1-2022=100



B. Tipos de cambio de algunas monedas

Índices 2-3-2020=100



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 30 de enero del 2023.

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

En el cuarto trimestre del 2022, la actividad económica continuó con la tendencia de desaceleración observada en los periodos previos.

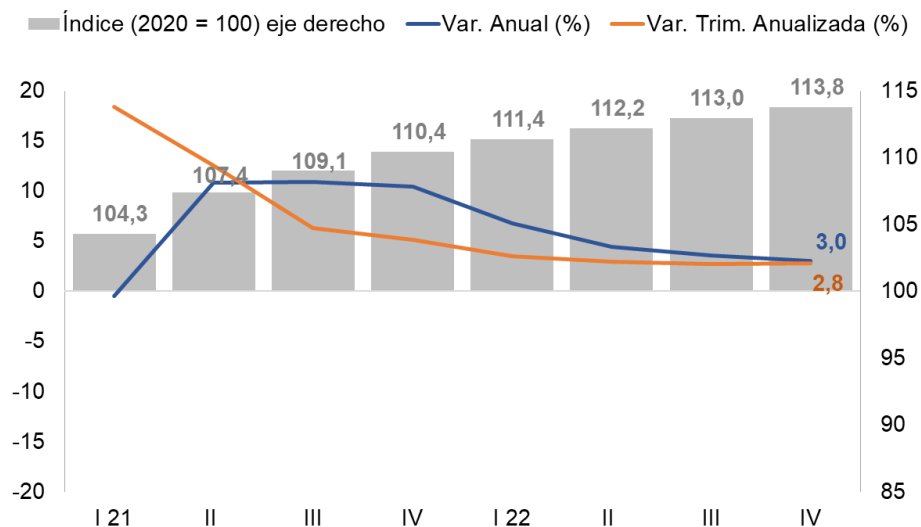
Según estimaciones preliminares, el PIB registró una variación interanual de 3,0% en el cuarto trimestre, lo que implica una desaceleración con respecto al trimestre anterior (3,6%) y al mismo lapso de un año atrás (10,5%) (Gráfico 5).

Dicho comportamiento es coherente con la moderación en el crecimiento de los socios comerciales del país observada durante el año, así como con una menor demanda interna. Esto último como resultado de varios factores, entre ellos un menor ingreso disponible real de los hogares, el incremento en las tasas de interés, la desaceleración de la inversión privada y una menor ejecución de obra pública.

Cabe destacar que, aunque la producción se desaceleró, en términos de su variación trimestral anualizada, se ha estabilizado alrededor de 2,8% en los últimos trimestres, previsiblemente como resultado del repunte de la demanda externa asociado al régimen especial.

Gráfico 5. PIB en volumen trimestral

Serie de tendencia ciclo, en porcentajes y nivel (2020 = 100).



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El PIB creció 4,3% en el 2022, conforme a lo estimado en el IPM del pasado mes de octubre. Esta variación es inferior al 7,8% registrado en el 2021, el cual estaba afectado por efectos base derivados de la contracción registrada en el 2020¹⁸.

El 2022 se caracterizó por un marcado contraste entre el alto dinamismo registrado en la primera mitad del año y la desaceleración observada durante el segundo semestre. Este comportamiento es el resultado, entre otras causas, de un entorno externo menos favorable, tanto por los choques de precios internacionales como por los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania sobre el crecimiento de los socios comerciales y los volúmenes de comercio de mercancías.

Adicionalmente, la demanda interna resintió los efectos de las presiones inflacionarias y del incremento en las tasas de interés, especialmente en la segunda mitad del año. Pese a esto, el ritmo de crecimiento de la producción en el 2022 es relativamente alto, en términos históricos, al compararse con la tasa de crecimiento medio del PIB real entre el 2010 y el 2019 (3,8%).

Por componentes del gasto, destaca la desaceleración del consumo privado y el estancamiento de la formación de capital. Por su parte, las exportaciones mantuvieron un buen dinamismo, en especial las de los regímenes especiales, en tanto que las importaciones se moderaron.

La desaceleración del consumo de los hogares fue consecuencia del efecto de las mayores presiones inflacionarias sobre el ingreso disponible real y de una mayor cautela en cuanto a sus decisiones de consumo, dados los bajos niveles de confianza del consumidor, pero que registraron una modesta mejoría a lo largo del año, según la encuesta de confianza del consumidor de la UCR.

¹⁸ Si se compara con el 2019, el PIB real aumentó 7,6% en el 2022.

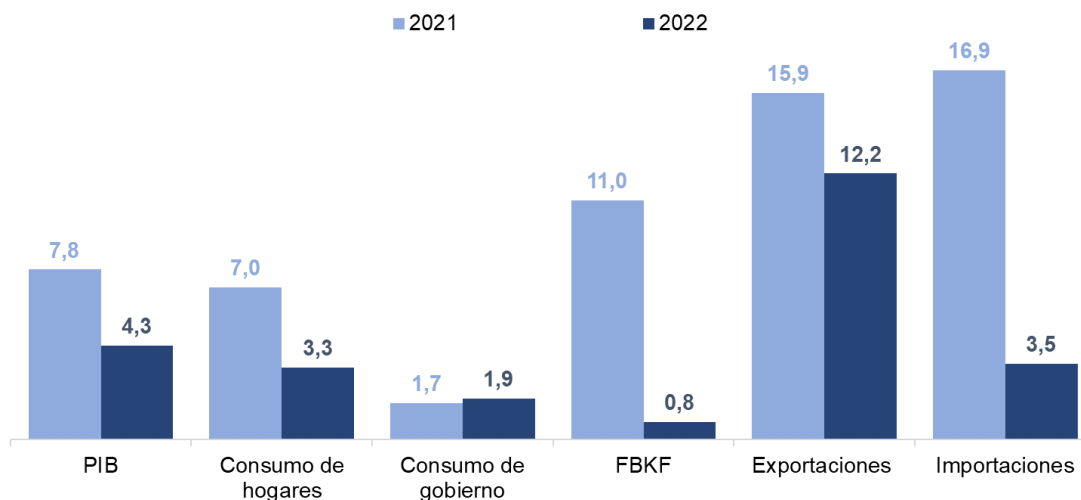
La formación de capital prácticamente se estancó, luego del dinamismo registrado durante el 2021 (Gráfico 6), debido a la menor inversión privada en nuevas construcciones (edificios de oficinas, viviendas, naves industriales y locales comerciales), así como la caída en la ejecución de proyectos públicos vinculados con la construcción de carreteras, caminos y puentes, obras de generación eléctrica y de acueductos y alcantarillados.

En alguna medida, este comportamiento fue atenuado por la mayor inversión en maquinaria y equipo vinculado con las actividades de las empresas del régimen de zonas francas, y de equipo de transporte y de telecomunicaciones.

El consumo del Gobierno mostró una leve aceleración con respecto al año previo (pasó de 1,7% a 1,9%) como resultado del efecto base asociado a la suspensión temporal del curso lectivo en el 2021¹⁹, que resultó en un crecimiento de 4,8% en el gasto de enseñanza en el 2022. En ausencia de este efecto, el gasto en educación habría crecido 1,0% mientras que el consumo del Gobierno habría aumentado 0,7%.

Gráfico 6. Componentes del PIB

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En las exportaciones de los regímenes especiales destacaron las de implementos médicos, así como los servicios informáticos y empresariales, que se aceleraron por la entrada de nuevas empresas a las zonas francas y el aumento en los ingresos de las ya establecidas en este régimen.

Finalmente, las importaciones mostraron también un comportamiento congruente con el desempeño de la evolución de la actividad económica, en particular de las compras de empresas del régimen especial (materias primas de la industria eléctrica, electrónica y química además de equipo industrial), mientras que en el régimen definitivo destacan las compras de petróleo, vehículos y productos alimenticios, las cuales mostraron una desaceleración más

¹⁹ En respuesta al incremento en los casos de COVID-19 que registró el país en la tercera ola pandémica se aplicó dicha suspensión desde el lunes 24 de mayo hasta el 24 de junio de 2021.

marcada en la segunda mitad del año. Además, destaca el mayor flujo de costarricenses hacia el resto del mundo.

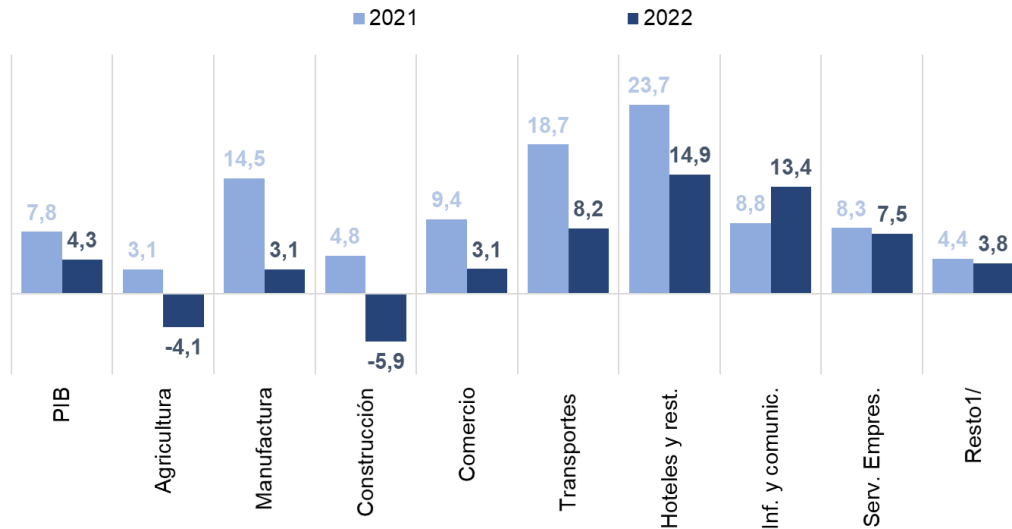
Por actividades, se observó una contracción en la agricultura y la construcción. Las demás mostraron variaciones positivas, aunque inferiores a las del 2021, con excepción de la actividad de información y comunicaciones.

La caída observada en la agricultura (Gráfico 7) se explica por el efecto de múltiples choques, como el encarecimiento de los insumos y la menor demanda externa de algunos productos de exportación (banano y piña, entre otros) debido al conflicto entre Rusia y Ucrania. Asimismo, la presencia de fenómenos climatológicos adversos impactó negativamente a esta actividad.

Por su parte, la construcción cayó como resultado de la menor ejecución de proyectos de obra pública, principalmente de infraestructura de transporte y de prestación de servicios eléctricos y de suministro de agua potable. Adicionalmente, se registró una caída en la inversión privada, tanto residencial como no residencial.

Gráfico 7. PIB por actividad económica

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La manufactura mostró una desaceleración con respecto al 2021, pese a lo cual mostró un buen desempeño, principalmente en las empresas del régimen especial y, en especial, las empresas dedicadas a la producción de implementos médicos, en tanto que la manufactura del régimen definitivo destinada a suplir actividades como la agricultura y la construcción se contrajo.

En el caso del comercio, la desaceleración observada es coherente con la desaceleración del consumo privado, ante el aumento de la inflación y el mayor costo del financiamiento.

Las actividades con mayor dinamismo fueron las de servicios, principalmente aquellas cuyas ventas dirigidas al mercado externo, que han sido impulsadas por la relocalización de empresas.

En particular, destaca la actividad de hoteles y restaurantes, que ha sido estimulada tanto por la mayor afluencia de turistas no residentes como de turistas locales; no obstante, aún no ha alcanzado los niveles prepandemia.

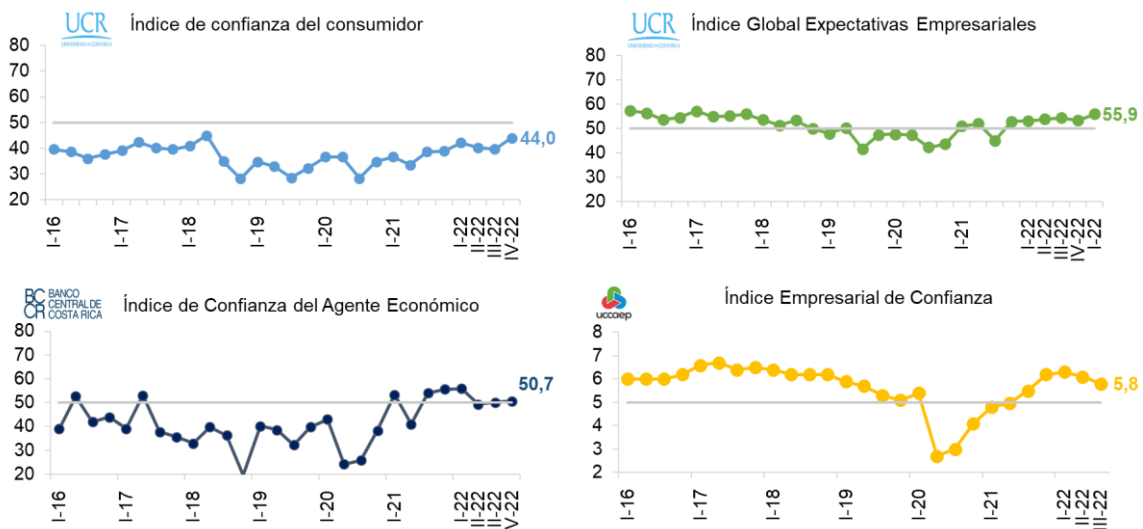
La actividad de información y comunicación creció más que el año anterior, debido tanto a la exportación de servicios de esta industria como a la llegada de nuevas empresas que buscan aprovechar la cercanía geográfica del país con Estados Unidos para satisfacer la demanda de este mercado. Por su parte, los servicios empresariales también mostraron un dinamismo favorable debido a las mayores ventas al mercado externo.

La confianza empresarial se mantiene en terreno optimista y las perspectivas de los consumidores muestran una mejoría.

Las encuestas de expectativas sugieren que los empresarios se muestran optimistas, aunque con una modesta moderación. El índice global de expectativas empresariales, elaborado por la Universidad de Costa Rica (UCR), si bien se mantuvo en el “espacio optimista” (53,3) disminuyó 1,1 p.p. en el cuarto trimestre del 2022 con respecto al trimestre previo. Sin embargo, el resultado del primer trimestre del 2023 (55,9), denota una mejora significativa.

Por otra parte, tal como se mencionó previamente, las expectativas de los consumidores denotan pesimismo, aunque en el cuarto trimestre del 2022 el Índice de confianza del consumidor aumentó 7,1 puntos con respecto al trimestre anterior con lo cual se ubicó en 44,0 puntos (Gráfico 8).

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.

El desempleo registró una modesta reducción, aunque todavía es elevado.

A noviembre del 2022, la tasa de desempleo se ubicó en 11,6%, equivalente a una reducción de 2,1 p.p. con respecto al valor registrado en diciembre del 2021 (Gráfico 9.A). Después de caer 2 p.p. entre diciembre del 2021 y junio del 2022, este indicador se mantuvo en promedio en 11,7% en el segundo semestre del 2022. De igual forma, en ese lapso la tasa de subempleo también mostró una relativa estabilidad (alrededor del 10%).

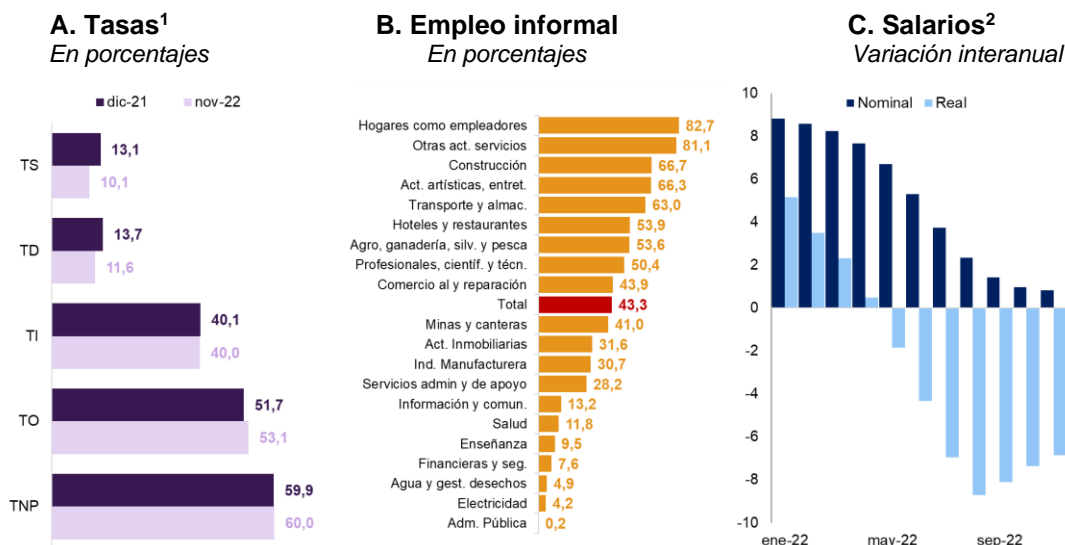
Pese a ello, el desempleo continúa por encima de los niveles históricos (9,9% entre el 2010 y el 2019). Si se mantiene la participación laboral constante, se requerirían alrededor de 50 mil nuevos puestos de trabajo para lograr reducir la tasa de desempleo por debajo de dicho promedio histórico.

El 2022 fue positivo en cuanto a la creación de empleo. A noviembre, se habían creado poco más de 80 mil puestos de trabajo, cifra superior al promedio de puestos generados entre el 2011 y el 2019 (alrededor de 33 mil por año). Lo anterior indujo a que la tasa de ocupación aumentara 1,7 p.p. con respecto a diciembre del 2021, al ubicarse en 53,4% de la población en edad de trabajar.

La informalidad también disminuyó. A noviembre se ubicó en 43,3% del total de los ocupados, 2,1 p.p. menos que en el 2021; sin embargo, sigue en niveles elevados y presenta una clara heterogeneidad entre industrias. En particular, las de hogares como empleadores, otras actividades de servicios y construcción son las que presentan mayor informalidad (Gráfico 9.B).

La participación laboral no ha mostrado variaciones significativas durante el año; se ha mantenido en torno al 60% de la población en edad de trabajar a pesar de la recuperación de la actividad económica que, en principio, podría incentivar a algunas personas a retornar a la fuerza de trabajo.

Gráfico 9. Indicadores del mercado laboral.



¹ TS: tasa de subempleo, TD: tasa de desempleo, TI: tasa de inactividad, TO: tasa de ocupación, TNP: tasa neta de participación.

²Calculada 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.

Por otra parte, los salarios nominales experimentaron una moderación significativa en su ritmo de crecimiento durante el 2022. A noviembre crecieron 0,8% en términos interanuales, que se compara con el incremento (interanual) observado a principios de año, 8,8% (Gráfico 9.C). Esta desaceleración sigue un patrón similar al de la actividad económica y, a su vez, guarda armonía con el hecho de que el nivel de desempleo es elevado aun cuando se ha mantenido a la baja. Ambas condiciones (desaceleración de la actividad económica y alto desempleo) favorecen la ausencia de presiones salariales como las experimentadas en otras economías a partir del 2021.

En contraste, los salarios reales sí han registrado una contracción desde mayo del 2022 como resultado de las presiones inflacionarias, pero se ha moderado desde el pasado mes de setiembre, como resultado del menor ritmo de crecimiento de los precios.

Al término del 2022 el déficit de la cuenta corriente ascendió a 4,0% del PIB, lo cual significó un aumento de 1,5 p.p. del PIB con respecto al año previo.

El aumento del déficit de cuenta corriente (Cuadro 1) se explica por el mayor déficit tanto de la cuenta de bienes como de la cuenta de ingreso primario (2,7 p.p. y 0,8 p.p. del PIB, respectivamente), resultados que fueron parcialmente compensados por el mayor superávit de la cuenta de servicios (1,9 p.p. del PIB).

El mayor déficit en la cuenta de bienes estuvo influenciado por el deterioro en los términos de intercambio a causa de los mayores precios de las materias primas importadas, que propició un crecimiento interanual en el valor de las importaciones de 19,6%.

En las compras externas destaca el comportamiento del régimen definitivo, cuya variación interanual (15,9%) fue impulsada por las importaciones de hidrocarburos.

La factura petrolera aumentó 59,7% en términos interanuales en el 2022 debido al incremento en el precio promedio de la mezcla de hidrocarburos (55,8%) y, en menor medida, a la mayor cantidad importada de barriles (variación interanual de 2,5%). No obstante, es preciso señalar que a partir del tercer trimestre de ese año se observó una reversión en la tendencia creciente del precio de los hidrocarburos prevaleciente desde el tercer trimestre del 2020 y que alcanzó la cifra más alta en el segundo trimestre del 2022 (USD 140,5 por barril).

Por su parte, las exportaciones crecieron 11,1% (tasa interanual) en el 2022, tasa inferior a la del año previo (23,3%)²⁰. Dicho aumento se relaciona en parte, por la mayor producción de las empresas adscritas a regímenes especiales, cuyas exportaciones crecieron 16,2%, toda vez que las exportaciones de las empresas del régimen definitivo mostraron una desaceleración con respecto al año previo (16,4% en el 2021 que se compara con el crecimiento de 3,8% en el 2022).

En ambos casos sobresalieron las ventas de productos manufacturados, particularmente de instrumentos y suministros médicos y dentales. En contraste, los productos agrícolas registraron una contracción de 1,7% con respecto al año anterior, en especial de piña y banano.

²⁰ Cabe indicar que la tasa de crecimiento de las exportaciones en el 2021 está afectada por un “efecto base”.

El déficit en la cuenta de ingreso primario ascendió a USD 5.068,0 millones (7,4% del PIB) y superó en 0,8 p.p. del PIB al del 2021, como resultado de la mayor renta de la inversión directa, principalmente por el componente de utilidades reinvertidas, toda vez, que el rubro de intereses de la deuda pública externa en términos del PIB fue similar al año previo.

El resultado deficitario de las cuentas de bienes y de ingreso primario fue compensado en parte por el superávit de la cuenta de servicios (USD 7.890,9 millones, 11,5% del PIB), el cual aumentó en 1,9 p.p. con respecto al 2021. Este desempeño responde tanto a la mejora en la cuenta de viajes como al dinamismo del resto de los servicios, en mayor medida de las actividades de apoyo empresarial, telecomunicaciones, informática e información. En particular, el turismo receptivo muestra una tendencia creciente desde el cuarto trimestre del 2020, aunque sin alcanzar los niveles observados previos a la pandemia. En el 2022 los ingresos por este concepto representaron 78,7% del valor observado en el 2019.

El país registró durante el 2022 mayores flujos de ahorro externo con respecto al año previo, los cuales financiaron la brecha negativa de la cuenta corriente y propiciaron una acumulación de activos de reserva por el equivalente a 2,6% del PIB.

En el 2022 los flujos financieros netos hacia el país ascendieron a USD 4.522,8 millones (6,6% del PIB), lo cual significó un incremento de 4,6 p.p. del PIB con respecto al año anterior. Este mayor financiamiento externo fue tanto para el sector público como para el privado (1,9 p.p. del PIB y 2,7 p.p. del PIB respectivamente).

Cuadro 1. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	2021	2022 ^{1/}	2021	2022 ^{1/}
I Cuenta corriente	-1 606	-2 743	-2,5	-4,0
A. Bienes	-4 084	-6 141	-6,3	-9,0
Exportaciones FOB	14 873	16 525	23,0	24,2
Importaciones CIF	18 957	22 667	29,3	33,1
Hidrocarburos	1 573	2 513	2,4	3,7
B. Servicios	6 181	7 891	9,6	11,5
Viajes	1 151	2 171	1,8	3,2
C. Ingreso Primario	-4 252	-5 068	-6,6	-7,4
Intereses de la deuda pública externa	-546	-550	-0,8	-0,8
Resto del ingreso primario	-2 551	-3 133	-3,9	-4,6
D. Ingreso Secundario	550	575	0,9	0,8
II Cuenta de Capital	19	20	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1 587	-2 723	-2,5	-4,0
III Cuenta financiera	-1 324	-4 523	-2,0	-6,6
Sector Público	-737	-2 033	-1,1	-3,0
Sector Privado	-587	-2 490	-0,9	-3,6
Pasivos de Inversión Directa	-3 593	-3 390	-5,6	-5,0
IV Activos de Reserva	-263	1 803	-0,4	2,6
Saldo de Activos de Reserva	6 921	8 554	10,7	12,5

^{1/}Cifras preliminares al 2022

Fuente: Banco Central de Costa Rica

El mayor financiamiento al sector público se explica, principalmente, por los desembolsos de organismos multilaterales al Gobierno General de créditos tanto para apoyo presupuestario (*USD 1.472,4 millones*)²¹ como para proyectos (*USD 244,8 millones*). Además, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) otorgó al Banco Central un préstamo de apoyo para la balanza de pagos por un monto de *USD 1.100 millones*. Estos flujos fueron parcialmente compensados por el pago de obligaciones contractuales del sector público no financiero por el equivalente a 0,5% del PIB.

Con respecto al sector privado, durante el 2022 se registró una menor salida de recursos, en gran medida por la reducción en la adquisición de títulos valores externos por parte de las entidades financieras privadas, entre ellas las operadoras de pensiones. Asimismo, los flujos de inversión directa mostraron una moderación con respecto al año previo y alcanzaron una relación con respecto al PIB de 5,0% (5,6% en el 2021).

Este mayor acceso a ahorro externo permitió financiar en el 2022 el resultado conjunto de la cuenta corriente y de capital y propició una acumulación de activos de reserva de *USD 1.802,6 millones*, con lo cual su saldo al finalizar el año se ubicó en *USD 8.554,0 millones* (12,5% del PIB). En relación con otras métricas, este saldo de activos equivale a 5,4 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 1,5 veces de la deuda externa total de corto plazo del país.

²¹ Explicado, en mayor medida, por los desembolsos del Fondo Monetario Internacional (FMI) por *USD 554 millones*, del Banco Mundial (BIRF) por *USD 300 millones*, del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por *USD 270 millones* y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por *USD 250 millones*.

Recuadro 1. Los regímenes especiales de producción en Costa Rica

Caracterización de los regímenes especiales

Los regímenes especiales de incentivo al comercio internacional (RE)²², establecidos en el país al amparo de las leyes 7210 y 7557, agrupan a cerca de 500 empresas, en su mayoría (91,9%) de capital extranjero y vinculadas a cadenas globales de valor (CGV)²³. El 90% de la producción de este conglomerado orientada a servicios y el 80% de bienes está relacionada con alguna CGV. Hay dos tipos de regímenes especiales, el de zonas francas y el de perfeccionamiento activo. Sus principales características se detallan a continuación:

Cuadro 1.1. Principales características de los regímenes especiales

	Zona Franca	Perfeccionamiento Activo	
		100% reexportación directa o indirecta	Reexportación directa o indirecta y venta local
Tipología	Régimen de exoneración Es un régimen aduanero y tributario. Se exonera el pago de impuestos de forma escalonada	Régimen de suspensión Régimen aduanero que permite recibir mercancías en el territorio aduanero nacional con suspensión de toda clase tributos y bajo rendición de garantía	
Aprobación	Poder Ejecutivo	Ministerio de Comercio Exterior	
Tipo de empresas	Categorización de empresas según actividad	Únicamente empresas de procesamiento	
Requisitos de inversión	Según ubicación	No existe	
Ventas al mercado local	.Máximo un 25% de sus ventas totales (aplica únicamente para empresas procesadoras de exportación). .Las empresas comerciales de exportación no pueden realizar ventas el mercado local. .Las empresas de servicios y las industrias procesadoras f) no tienen limitación de venta al mercado local	No se permite	Porcentaje autorizado y anunciado de previo
Trámites ante Aduanas	Automatizados vía electrónica	Automatizados vía electrónica	
Exención de impuesto sobre la renta	Se exonera del impuesto sobre la renta con base en una tarifa, según la ubicación, la inversión, y la categoría de la cual se trate, etc	No aplica	
Exención de impuesto sobre materias primas	100%	100%	Proporcional a la ventas a terceros mercados
Exención de impuesto sobre maquinaria y equipo	100%	No aplica	
Exención sobre importación de vehículos	Exención del 100% de los tributos sobre los siguientes vehículos y partes de vehículos: .Chasis con cabina de una a dos toneladas de capacidad de carga. .Camiones o chasis para camiones. . "Pick-up" de una o dos toneladas de capacidad de carga. . Vehículos con una capacidad mínima para quince pasajeros.	No aplica	
Mercados de exportación	No posee restricciones	Terceros mercados	Debe tener al menos un % de ventas a terceros mercados
Exención impuesto al valor agregado y consumo	100%	No aplica	
Impuesto sobre repatriación de capital	100%	No aplica	
Garantía	No	Se presenta una prenda aduanera de primer grado a favor del Fisco, con una vigencia de 36 meses a partir de su constitución	
Periodo de exportación	No aplica	Tienen un periodo máximo de un año para realizar la reexportación del producto o pagar los impuestos sobre las materias primas que importaron	

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²² A estos regímenes se les otorga incentivos tributarios, mediante leyes específicas.

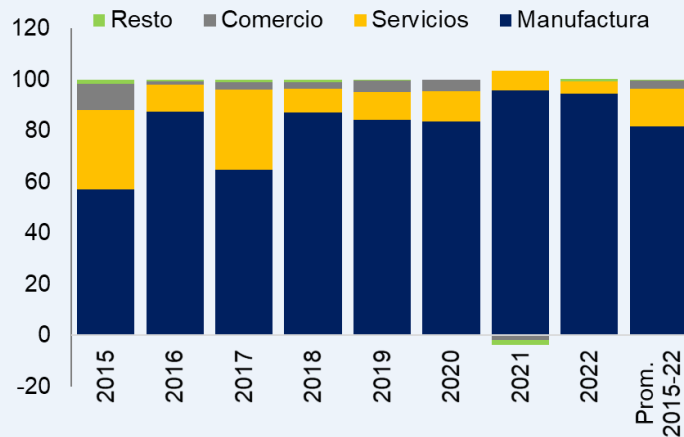
²³ Las cadenas globales de valor son procesos realizados por empresas, principalmente multinacionales, que buscan aprovechar las ventajas comparativas de los países para reducir costos de producción. Organizan sus procesos productivos en etapas y países diferentes. En Costa Rica, las CGV generan el 8,6% del PIB y el 48,6% de las exportaciones de bienes y servicios. Destacan actividades como dispositivos médicos y dentales, servicios de consultoría en gestión financiera, desarrollos informáticos y las actividades administrativas y de apoyo a empresas.

En cuanto a la distribución geográfica de las operaciones de los RE, hay una significativa concentración de la producción (87,8%) en 7 cantones: Heredia (30,9%), Alajuela (23,2%), Belén (11,1%), Cartago (6,7%), Santa Ana (5,5%), Escazú (5,2%) y San José (5,0%).

Aporte a la producción

En los últimos años las empresas de RE han canalizado flujos importantes de recursos al fortalecimiento de la infraestructura física y tecnológica mediante el establecimiento de naves industriales, la construcción de edificios de oficinas, maquinaria y equipo, y el desarrollo de productos de la propiedad intelectual. Buena parte de estos recursos provienen de las casas matrices y, por tanto, tienen condiciones financieras en términos de costo y plazo, en principio, mucho más favorables en comparación con otras opciones de financiamiento. En el periodo 2015-2022, los flujos de inversión directa dirigidos hacia empresas de RE representaron en promedio el 58,6% del total de ingresos por inversión directa. Las empresas de manufactura (principalmente de dispositivos médicos y electrónicos) concentran la mayor parte de este ahorro externo (Gráfico 1.1) en el RE (81,8%), en tanto que las empresas de servicios representaron el 14,7% de los in-flujos por este concepto.

Gráfico 1.1. Inversión directa en RE por actividades económicas
Participación relativa



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Entre el 2015 y el 2022 el valor agregado de los RE pasó de representar 6,0% del PIB a 12,2% (Gráfico 1.2) y en las exportaciones la participación con respecto al PIB aumentó de 42,1% a 61,3%. Este desempeño está asociado, principalmente, a las actividades de fabricación de implementos médicos y dentales, y los servicios de consultoría en gestión financiera (Gráfico 1.3). El dinamismo de los RE se mantuvo y prevaleció sobre otras actividades pese al difícil entorno asociado a la pandemia. Por ejemplo, en el 2020 el valor agregado de este grupo de empresas creció 11,1%, sólo un punto por debajo del 12,4% registrado en el 2019, en tanto que la contratación de personal aumentó 12,3%.

En el buen desempeño de las empresas adscritas a los RE concurren tanto factores sistémicos como no sistémicos²⁴. Entre otros destacan la estabilidad política y económica del país, la relativa calidad del capital humano, que propicia la inserción en las cadenas globales de valor, la coincidencia horaria y cercanía con los principales socios comerciales, el traslado de operaciones desde otras regiones

²⁴ Los factores sistémicos se relacionan con el entorno global, mientras que los no sistémicos se asocian con el entorno local.

del mundo, el compromiso con la sostenibilidad productiva, los incentivos tributarios, la adopción de estrategias eficientes de movilidad espacial de la producción y la flexibilidad para adoptar procesos de trabajo remoto de manera rápida y eficiente.

Gráfico 1.2
Participación del RE en el PIB,
2015-2022
(en porcentajes)

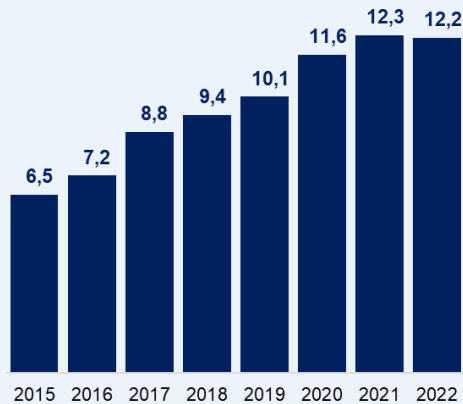
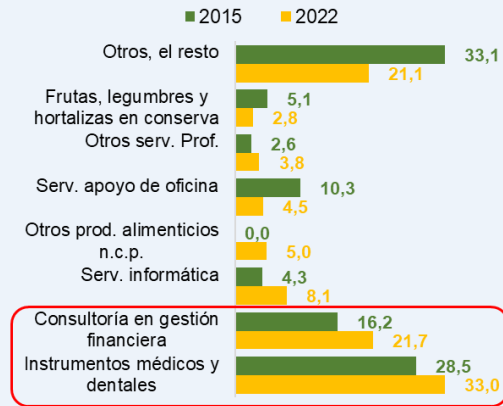


Gráfico 1.3
Participación del RE en las
exportaciones, 2015- 2022
(en porcentajes)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Externalidades y encadenamientos

En años recientes los RE han incrementado su importancia relativa en términos de la producción nacional y de las exportaciones de bienes y servicios, además de canalizar flujos de ahorro externo bajo la modalidad de inversión directa. La promoción de los regímenes especiales propicia oportunidades de empleo en actividades de exportación complejas (altas en conocimiento) y bien remuneradas, promueve la diversificación de la producción, fomenta la innovación y la capacidad productiva y exportadora del país, así como facilita la adopción de tecnologías eficientes hacia las demás actividades. Los RE han promovido una mayor inserción en las CGV y generan oportunidades para acciones de política pública orientadas a robustecer los encadenamientos productivos de estas actividades en la economía nacional.

No obstante, se requieren políticas públicas que propicien un mayor retorno para la economía nacional a partir del buen desempeño experimentado por las operaciones de los RE. Estudios a partir de la matriz insumo-producto indican que las actividades económicas desarrolladas en los RE no han logrado encadenamientos robustos con otras industrias domésticas; por ejemplo, por cada unidad monetaria de producción se generan 0,5 unidades indirectamente en el Régimen Definitivo (los que no están en ningún régimen especial, RD) y 0,2 unidades en los RE. Por su parte, el componente importado de las exportaciones de bienes del RE es casi el triple que el del RD mientras que en el caso de los servicios es similar en ambos regímenes. Los salarios en los RE son un 70% más altos que los pagados en el RD; sin embargo, en la producción de bienes los coeficientes de valor agregado tienden a ser más bajos en los RE y más altos en las industrias de servicios.

Cifras preliminares del Ministerio de Hacienda confirman la mejora en las finanzas públicas durante el último bienio.

En el 2022²⁵ el Gobierno Central presentó un déficit financiero equivalente a 2,5% del PIB y un superávit primario de 2,1% del PIB, mientras que un año atrás había generado un déficit, tanto financiero como primario, de 5,0% y 0,3% del PIB, respectivamente (Gráfico 10.A).

Este comportamiento evidenció tanto el buen desempeño de los ingresos totales (variación interanual de 16%) como el esfuerzo por contener el crecimiento del gasto total y primario (excluidos los intereses), cuyas variaciones alcanzaron 1,4% y -0,4%, en ese orden. La evolución de los ingresos estuvo determinada, en buena medida, por los rubros de renta, valor agregado y aduanas, mientras que en los egresos destacó la caída en los gastos de capital y la desaceleración en las remuneraciones. Este efecto en los gastos primarios fue compensado parcialmente por el crecimiento del pago de intereses (7,5%), rubro que representó 4,6% del PIB.

Estos resultados incluyen el ingreso extraordinario, y por una única vez, proveniente de las transferencias corrientes de los Órganos Desconcentrados (OD) al Gobierno Central (por 0,5% del PIB)²⁶. De no haberse presentado este ingreso el resultado financiero y primario habría sido -3,0% y 1,6% del PIB, respectivamente. Este ejercicio hace evidente el proceso de mejora en las finanzas públicas, que en buena medida descansa en la aplicación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635).

El mejor desempeño fiscal se manifestó en el saldo de la deuda del Gobierno Central que, si bien acumuló a diciembre del 2022 un incremento nominal anual de casi $\text{€}0,95$ billones, disminuyó en términos del PIB, al pasar de 68,0% en el 2021 a 63,8% (Gráfico 10.B).

Esta reducción en la relación deuda a PIB (4,2 p.p.) respondió, desde el punto de vista aritmético, a un crecimiento en el saldo de la deuda (numerador) inferior al crecimiento del producto nominal (denominador). En términos de la producción, el mayor nivel de PIB llevó a una reducción de 6,7 p.p.²⁷ en esta razón, lo cual más que compensó el incremento en el saldo de la deuda (2,5 p.p.)²⁸.

Finalmente, el cumplimiento de las metas fiscales acordadas en el Convenio del Servicio Ampliado del FMI, así como los resultados fiscales positivos, han contribuido a mejorar la perspectiva de riesgo de Costa Rica en los mercados financieros internacionales. A partir del segundo trimestre del 2022, la prima que los compradores internacionales de deuda exigen por el riesgo soberano de Costa Rica ha descendido.

²⁵ Cifras preliminares y en revisión por parte del Ministerio de Hacienda.

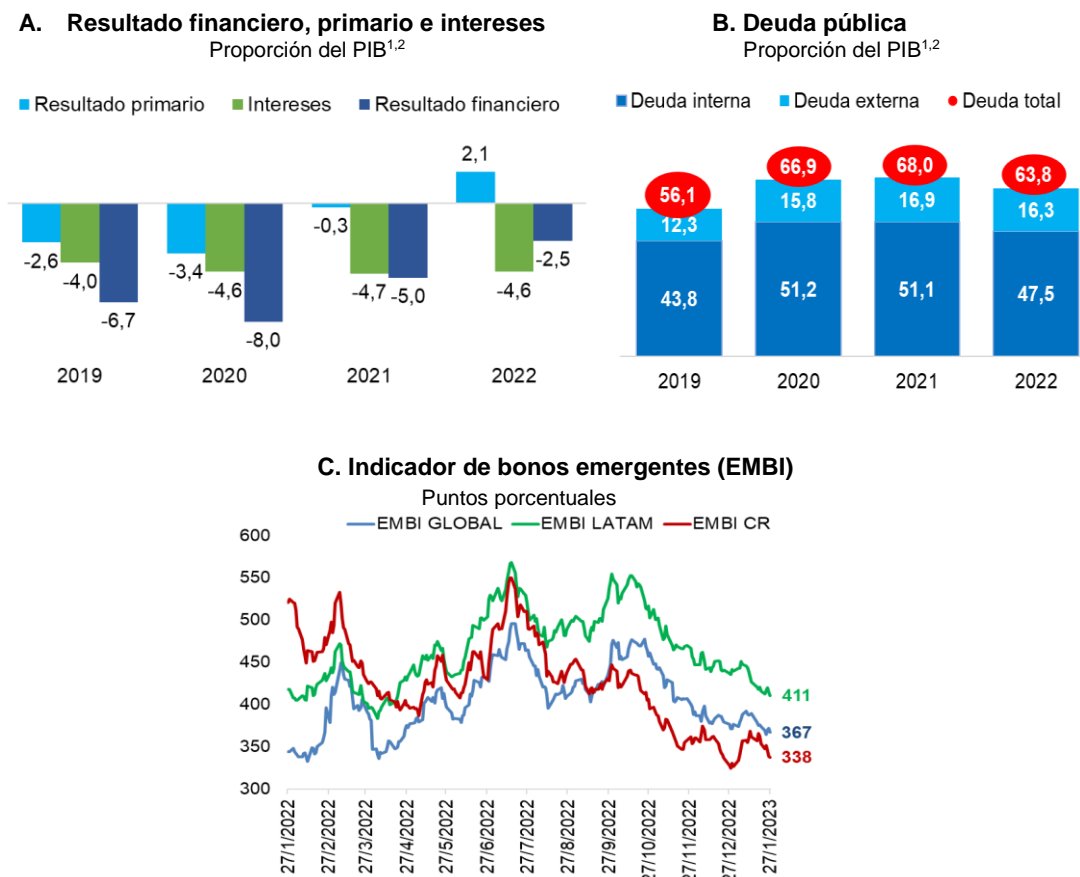
²⁶ Corresponde a recursos que tenían los OD y que pasaron a formar parte de los ingresos del Gobierno, según lo dispuesto en la Ley de Fortalecimiento del Control Presupuestario de los Órganos Desconcentrados del Gobierno Central (Ley 9524) y en el artículo 35 del DE-42712-H.

²⁷ El crecimiento del PIB nominal reflejó la mayor inflación en el 2022 (explica 3,8 p.p. del efecto PIB) y el mayor volumen de producción (2,9 p.p. del efecto PIB).

²⁸ Las nuevas colocaciones en dólares y en colones explican 2,9 p.p. y 1,6 p.p., respectivamente; estos efectos fueron parcialmente compensados por el efecto de la reducción del tipo de cambio sobre el saldo de la deuda en moneda extranjera (2,0 p.p.).

El Índice de Bonos en Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés) de Costa Rica, que mide dicho riesgo, se ha mantenido por debajo del indicador para Latinoamérica desde abril y del indicador global desde finales de setiembre pasado (Gráfico 10.C). La menor percepción de riesgo país indica que los mercados financieros internacionales valoran como sostenibles las mejoras en la situación fiscal costarricense.

Gráfico 10. Indicadores de las finanzas del Gobierno Central



¹Cifras preliminares del Ministerio de Hacienda.

²Relaciones escaladas al PIB anual publicado en el IPM de enero del 2023.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Bloomberg.

1.3 Condiciones monetarias

En el cuarto trimestre del 2022 se aceleró la tasa de crecimiento de los agregados monetarios amplios y se contuvo la dolarización del ahorro financiero²⁹.

La base monetaria aumentó ¢252.236 millones en el cuarto trimestre del 2022, lo que llevó a una variación interanual de 14,3% a finales de ese año. Este incremento se explica,

²⁹ Considera información preliminar de los intermediarios financieros a diciembre del 2022. Asimismo, la valoración de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

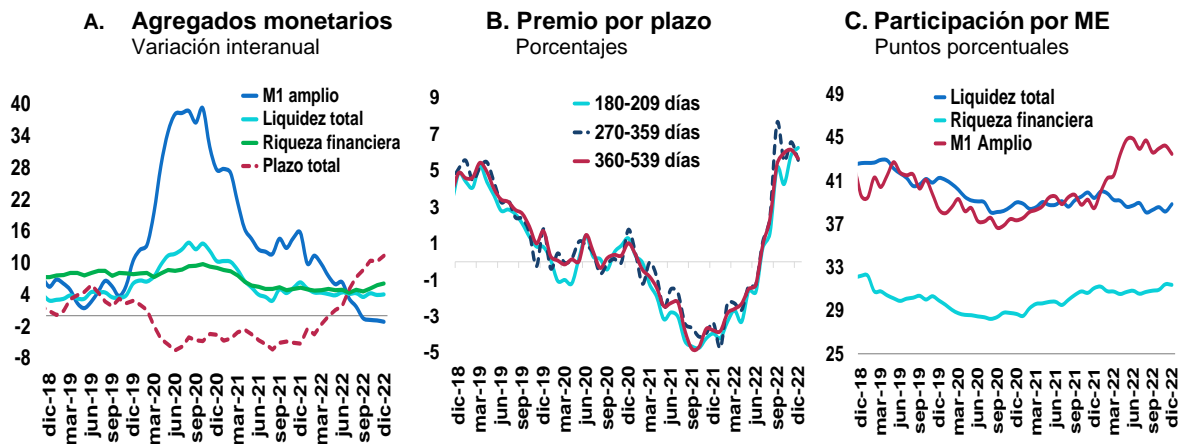
principalmente, por el efecto expansivo de la compra neta de dólares del BCCR en el mercado cambiario que se comenta más adelante en este informe, la renovación parcial de vencimientos de los bonos de estabilización monetaria (BEM) y el pago de intereses sobre ese instrumento, movimientos que fueron parcialmente compensados por el aumento en los depósitos del Gobierno en colones y en los depósitos electrónicos a plazo (DEP).

Con excepción del medio circulante amplio, las tasas de crecimiento de los principales agregados monetarios se aceleraron en el trimestre en comentario (Gráfico 11.A), aunque fueron menores al crecimiento conjunto del PIB real estimado y de la meta de inflación. En efecto, la liquidez total y la riqueza financiera total y privada registraron al término del cuarto trimestre del 2022, tasas de variación anual en torno a 6,0% (en promedio), contrario a lo observado en el medio circulante amplio, que se contrajo en 0,9%. Lo anterior podría vincularse con el incremento en las tasas de interés pasivas que incentivó a los agentes económicos a trasladar parte de sus ahorros desde instrumentos financieros altamente líquidos, con bajos o nulos rendimientos financieros, hacia opciones a plazo de los intermediarios financieros y el Gobierno Central.

El aumento comentado en las tasas de interés pasivas también contribuyó a la restitución del premio por ahorrar en moneda nacional (Gráfico 11.B). En efecto, como resultado de las mayores tasas de interés y las menores expectativas de variación del tipo de cambio, el premio pasó a registrar valores positivos a partir de julio del 2022 y al finalizar el año se ubicó entre 559 y 627 puntos.

El aumento en el premio por ahorrar en moneda nacional incidió en la disminución observada en el segundo semestre del 2022 en la dolarización del ahorro financiero (Gráfico 11.C). Así la participación relativa del componente de la moneda extranjera en los agregados monetarios amplios disminuyó en torno a 1,3 p.p. en el tercer trimestre del 2022 para luego mostrar una relativa estabilidad en el último trimestre del año.

Gráfico 11. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La tasa de crecimiento del crédito al sector privado en moneda nacional se desaceleró, en tanto que la correspondiente a la moneda extranjera se recuperó.

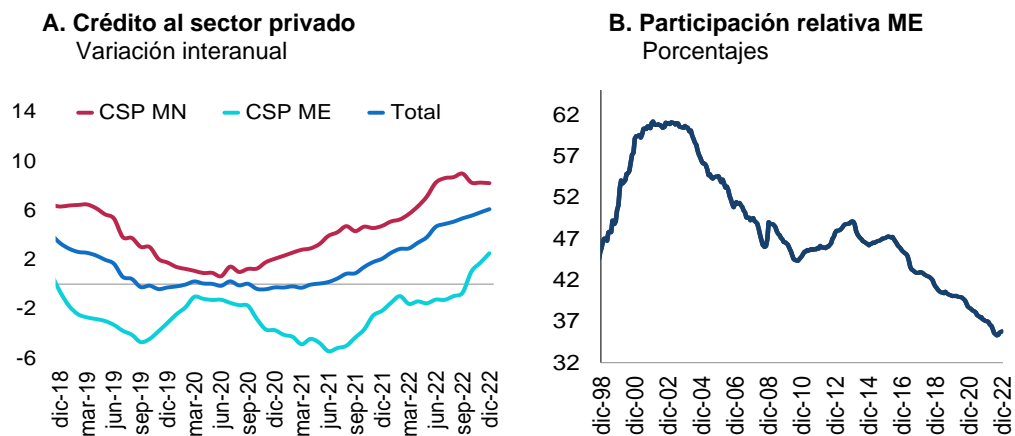
Al finalizar el cuarto trimestre del 2022 el crédito al sector privado creció a una tasa anual de 5,9% (5,4% en el trimestre previo), resultado, principalmente, del repunte del crédito en dólares toda vez que el denominado en colones se desaceleró (Gráficos 12.A y 12.B). En efecto, mientras la tasa de crecimiento del crédito en colones pasó de 9,0% en setiembre a 8,0% al finalizar diciembre, en dólares aumentó de -0,7% a 2,3% en igual lapso. Dado lo anterior, la participación relativa del crédito en moneda extranjera en la cartera total mostró un leve repunte y se ubicó en 35,8% al término de diciembre del 2022 (35,4% en el tercer trimestre).

La mayor demanda de crédito en dólares podría explicarse como una opción, desde el punto de vista financiero, en la que se considera el encarecimiento relativo del crédito en colones, dado el aumento en las tasas de interés activas en colones y la menor expectativa de variación del tipo de cambio. Sin embargo, estos movimientos no necesariamente incorporan de forma adecuada el riesgo cambiario.

Al término del 2022 la tasa activa promedio ponderada del sistema financiero se ubicó en 12,43% en colones y 7,90% en dólares, superiores en 93 y 65 puntos base a las observadas al finalizar setiembre. Lo anterior, junto con la disminución en las expectativas de variación del tipo de cambio a 12 meses (según el mercado), llevó a que el costo de endeudarse en colones aumentara, pues pasó de 337 puntos base en setiembre a 427 puntos base al término de diciembre.

El análisis de fuentes y usos de los intermediarios financieros indica que el incremento del crédito en el último trimestre del año (información preliminar) fue financiado en su mayor parte con los fondos provenientes de las obligaciones con el público y particularmente, en el caso del crédito en moneda extranjera, una parte pudo ser financiado también con la reducción de los activos externos de la banca.

Gráfico 12. Crédito del sistema financiero (total y por monedas) y participación relativa de la moneda extranjera¹



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.

1.4 Inflación

La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC) y el promedio de los indicadores de inflación subyacente mostraron un comportamiento decreciente en el cuarto trimestre del 2022, lo cual redujo el desvío frente a su meta.

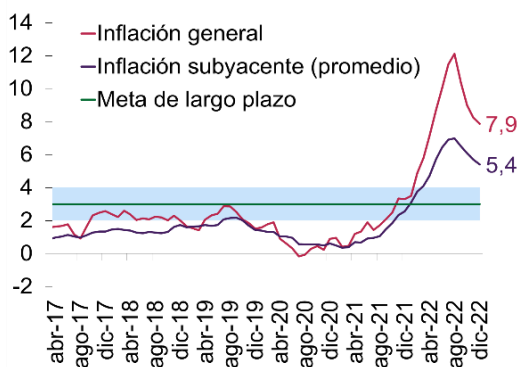
Ambos indicadores alcanzaron valores máximos en agosto, mes a partir del cual empezaron a decrecer en forma sostenida hasta ubicarse en diciembre en 7,9% y 5,4%, respectivamente³⁰ (Gráfico 13.A). Estos valores son menores a lo previsto en el IPM de octubre pasado, aunque todavía están por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de la meta establecida por el BCCR (3,0% ± 1 p.p.).

El comportamiento de la inflación en el cuarto trimestre del 2022 es explicado en mayor medida por los precios de los bienes³¹, cuyos aumentos se moderaron con respecto a los de los trimestres previos. En particular, destacan los alimentos y combustibles, que aportaron 53,6% y 7,3%, en ese orden, a la inflación general de diciembre. La evolución de los precios de los servicios también contribuyó a la reducción de la inflación en el trimestre de análisis, con una tasa interanual promedio de 4,0% desde el 5,2% del tercer trimestre.

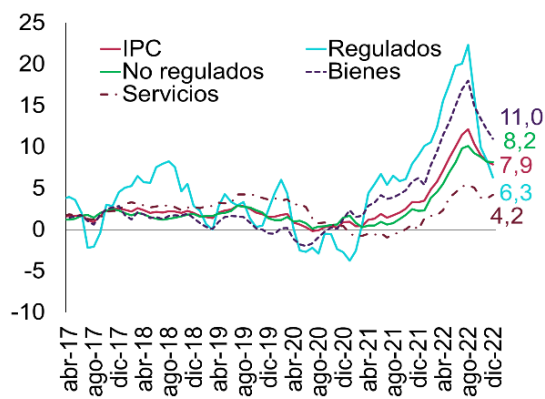
Gráfico 13. Indicadores de inflación

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.

³⁰ Entre agosto y diciembre la inflación general y el promedio de indicadores de la inflación subyacente disminuyeron en 4,2 y 1,6 p.p., respectivamente.

³¹ En el cuarto trimestre del 2022 crecieron a una tasa interanual promedio de 12,2%, inferior en 4,5 p.p. a la del trimestre previo (al excluir alimentos y combustibles la tasa fue de 5,4% y 8,4% para esos lapsos). Dada su ponderación (53%) en la canasta del IPC base diciembre del 2020, alrededor del 78,1% de la inflación general en el último trimestre del 2022 fue explicada por el aporte de la inflación de bienes, cifra que alcanzó 81% en los primeros tres trimestres de ese año.

El aumento en el precio de los combustibles determinó la inflación del componente regulado del IPC en el trimestre en comentario, mientras que la del componente no regulado se correlaciona con el alza en los alimentos. El primero de estos componentes creció a tasas interanuales de dos dígitos en el lapso enero-setiembre y retornó a un dígito en el último trimestre. Por el contrario, el componente no regulado se mantuvo en tasas de variación de un dígito prácticamente todo el año (excepto en agosto) (Gráfico 13.B).

En el cuarto trimestre los bienes y servicios regulados mostraron una variación interanual promedio de 8,2% (19,5% el trimestre previo), debido principalmente al aumento de 14,6% en el precio local de los combustibles (diésel y gasolinás). Por su parte, la inflación interanual de los bienes y servicios no regulados pasó de 9,7% en el tercer trimestre a 8,4% en el cuarto, influido por un menor crecimiento en el precio de los alimentos. Dada la ponderación de 85% del componente no regulado en la canasta del IPC (base diciembre del 2020), este explicó 88,2% de la inflación general de diciembre del 2022.

La reciente desaceleración de la inflación responde a menores presiones derivadas de choques externos, a lo que se suman algunos factores internos.

La economía costarricense, por su condición de pequeña, abierta y muy integrada comercial y financieramente al resto del mundo, es sensible a las presiones inflacionarias globales, sobre todo en los precios de los alimentos y combustibles. Las fuerzas manifiestas a lo largo del 2022, relacionadas con los altos precios de las materias primas, así como los elevados costos de transporte y problemas en las cadenas de suministros, si bien todavía están presentes, disminuyeron su intensidad en los últimos meses del año.

Lo anterior se aprecia en el Índice mensual de precios de materias primas importadas elaborado por el BCCR, el cual señala una reversión parcial de dichas fuerzas inflacionarias externas durante el segundo semestre. En dicho lapso este índice cayó 7,4% en términos interanuales (-11,4% en el último trimestre), lo que contrasta con el crecimiento de 30,5% en la primera mitad del año. Al desagregarlo por granos básicos y crudo (WTI), los crecimientos interanuales en el segundo semestre fueron de 16,7% y 18,7%, respectivamente, mientras que en el primero fueron de 22,9% y 63,7%, en igual orden³².

Si bien la aceleración de la inflación local hasta agosto del 2022 y su posterior moderación responde principalmente a una inflación de costos de origen importado y, por tanto, está fuera del control de la política monetaria, algunos factores internos también influyeron en dicho comportamiento. Entre ellos está la disipación parcial del efecto base asociado a la baja inflación registrada durante los primeros tres trimestres del 2021 (promedio de 1,3%)³³. Además, incidieron los aumentos en la TPM aplicados por el BCCR desde diciembre del 2021, que llevaron a una postura restrictiva de la política monetaria en los últimos dos meses del 2022, así como la reducción de los excesos de demanda

³² Por su parte el Índice de precios de los alimentos de la FAO, mostró un crecimiento interanual de 4,3% en el segundo semestre del 2022 (25,2% en el primero). Dicho índice es un promedio de los índices de precios de cinco grupos (carne, productos lácteos, cereales, aceites vegetales y azúcar) ponderados con las cuotas medias de exportación de cada uno de esos grupos para el lapso 2014-2016.

³³ La inflación del 2021 (promedio de 1,7%) se relaciona con la significativa contracción de la demanda agregada, entre otras razones por los efectos económicos de la pandemia por COVID-19.

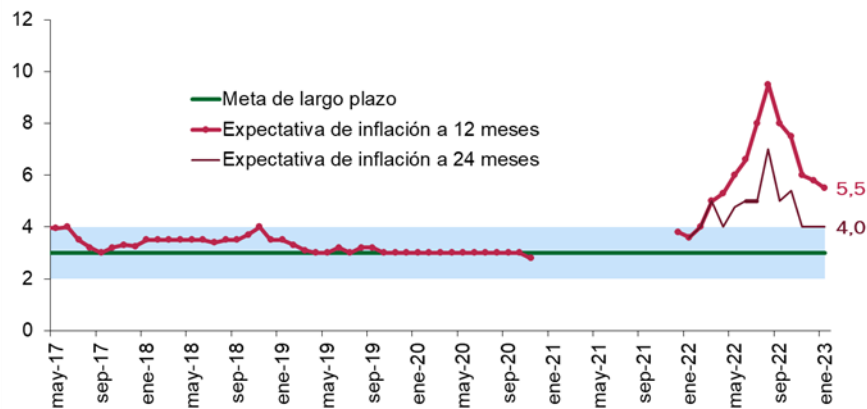
agregada³⁴ y la apreciación del colón durante el segundo semestre del año, todo lo cual coadyuvó a contener los efectos inflacionarios de segunda ronda.

La reducción de la presión inflacionaria también queda manifiesta en la disminución de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses³⁵ (Gráfico 14), aunque las primeras siguen alejadas respecto a la meta (las segundas retornaron al límite superior del rango de tolerancia en noviembre). En enero del presente año, la mediana de las expectativas fue de 5,5% y 4,0%, a 12 y 24 meses, en ese orden (9,5% y 7,0% en agosto del 2022, cuando alcanzaron su mayor valor).

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 14. 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.

³⁴ 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.

³⁵ Según la Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio efectuada a analistas financieros, consultores en economía, académicos y empresarios. En el caso de la inflación los horizontes consultados son de 12 y 24 meses, mientras que para el tipo de cambio son de 3 y 12 meses.

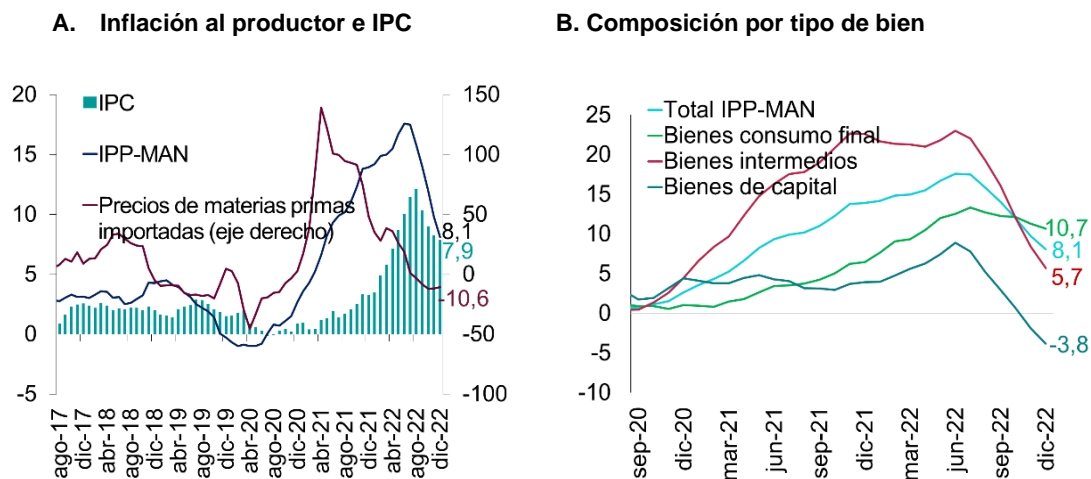
La desaceleración de los precios al productor, medida con la variación interanual del Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN), se acentuó en el cuarto trimestre del 2022.

Desde inicios del tercer trimestre del 2022 los precios al productor revirtieron la tendencia al alza mostrada a partir de abril del 2020 (Gráfico 15.A), situación congruente con la ralentización de los choques de oferta de origen externo antes señalados. En el último trimestre del 2022 ese comportamiento se reforzó, con tasas de un dígito en los últimos dos meses del año. Particularmente, en diciembre dicho indicador registró una variación interanual de 8,1% (17,6% al término del primer semestre)³⁶.

No obstante lo anterior, el crecimiento del IPP-MAN aún constituye un factor de riesgo al alza de la inflación al consumidor. Cuando se desagrega por tipo de bien (Gráfico 15.B), el subíndice de precios de bienes de consumo final, que es el que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre los precios al consumidor, persiste en tasas de dos dígitos (10,7% en diciembre). La desaceleración de este componente es menor en comparación con los otros dos (bienes intermedios y de capital)³⁷.

Gráfico 15. Inflación al productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁶ La desaceleración del IPP_MAN se manifestó con mayor intensidad en su componente no alimenticio que en el alimenticio, con una variación interanual en diciembre del 2022 de 2,5% y 12,8% y en ese orden, desde 18,0% y 17,1% en julio de ese mismo año.

³⁷ Los bienes de consumo final mostraron una desaceleración en diciembre de 0,6 p.p. con respecto al mes previo, en tanto que los intermedios y de capital lo hicieron en 2,7 y 1,9 p.p. respectivamente.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR



CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

Al igual que otros bancos centrales, en el cuarto trimestre del 2022 el BCCR continuó con los aumentos en la tasa de interés de referencia, aunque en forma menos intensa. En dicho lapso hubo dos reuniones de política monetaria, el 26 de octubre y el 14 de diciembre; en la primera, la Junta Directiva aumentó la TPM en 50 p.b. hasta ubicarla en 9,0%, mientras que en la segunda la mantuvo en ese valor. Este ajuste, si bien menor a los efectuados en los meses previos, reforzó la posición restrictiva de la política monetaria. En la primera reunión de política monetaria del presente año, celebrada el pasado 25 de enero, la TPM no se modificó.

En el segundo semestre del año anterior hubo también una contracción significativa de la liquidez ante el aumento en la tasa de encaje mínimo legal, que entró en vigencia en julio, la cual, sin embargo, fue compensada posteriormente por la expansión monetaria asociada a la compra de divisas para restituir parte de las divisas vendidas previamente al sector público no bancario.

En este lapso el mercado cambiario presentó un resultado superavitario, en el que están presentes simultáneamente elementos de oferta y demanda, estructurales y coyunturales, y de variables reales y financieras.

2.1 Tasa de política monetaria

En el cuarto trimestre del 2022 el BCCR acentuó el tono restrictivo de la política con el propósito de controlar las presiones inflacionarias.

La TPM es el instrumento utilizado por el BCCR para señalar el tono de la política monetaria. Desde mediados de junio del 2020, dicho indicador se ubicó en 0,75%, su nivel histórico mínimo, luego de haber disminuido en 450 p.b. entre marzo del 2019 y el primer semestre del 2020. Sin embargo, a partir de diciembre del 2021 la Junta Directiva inició un proceso de aumento gradual de la TPM con el fin de contener las presiones inflacionarias. El incremento en aquella oportunidad fue de 50 p.b., mientras que en el 2022 el ajuste fue de 775 p.b., para ubicar su nivel en 9,0% a partir de octubre de ese año.

Particularmente, en el cuarto trimestre del 2022, la Junta Directiva incrementó la TPM solo en una ocasión, el 26 de octubre, por 50 p.b., lo cual significó una disminución en el ritmo de ajuste de dicho indicador, dado que los incrementos en el trimestre previo habían sido de 200 p.b. y 100 p.b. (el 27 de julio y el 14 de setiembre, respectivamente).

Como es usual, la Junta Directiva del BCCR fundamentó su decisión en un análisis del entorno macroeconómico, que incluye la evolución prevista de la inflación y de sus determinantes, así como una valoración de los riesgos alrededor de esas proyecciones. Particularmente, justificó la decisión de octubre pasado, entre otros, en los siguientes argumentos:

1. La inflación (general y subyacente) se ha desacelerado, pero todavía continuaba por encima del límite superior del rango de tolerancia alrededor de su meta de largo plazo ($3\% \pm 1$ punto porcentual) y, además, cerca de dos tercios de los bienes y servicios que conforman la canasta de bienes y servicios del IPC presentaron a setiembre tasas de variación interanuales mayores al 4%.
2. Las expectativas inflacionarias también se habían moderado, pero se mantenían por encima de la meta de inflación, al registrar en setiembre una mediana de 8,0% y de 5,0% a 12 y 24 meses, en ese orden. Para el Banco Central es crítico procurar que estas expectativas se ubiquen en una senda consecuente con la convergencia hacia la meta inflacionaria; por ello las acciones de política monetaria se han dirigido, primero a contrarrestar la tendencia creciente de estas expectativas y luego a inducir, gradualmente, su convergencia hacia el objetivo inflacionario.
3. Los precios al productor de la manufactura, si bien se desaceleraron en el tercer trimestre del 2022, presentaron en setiembre tasas de variación interanuales de dos dígitos, por lo cual constituía un factor de riesgo al alza para la inflación.
4. Se estimaba que la inflación general habría alcanzado su máximo interanual en agosto del 2022. Los modelos del Banco Central proyectaron en ese momento que la inflación general y subyacente retornarían al rango de tolerancia alrededor de la meta en el segundo semestre del 2024.
5. En la coyuntura inflacionaria del 2022, el Banco Central procuró, la convergencia de la inflación a niveles bajos, al menor costo posible en términos de crecimiento económico, por lo que, como siempre, era necesario actuar con prudencia, pero con firmeza, en reducir la persistencia de los altos niveles de inflación para reducir la probabilidad de efectos de segunda ronda que prolonguen el período de alta inflación, una vez superado el choque externo.

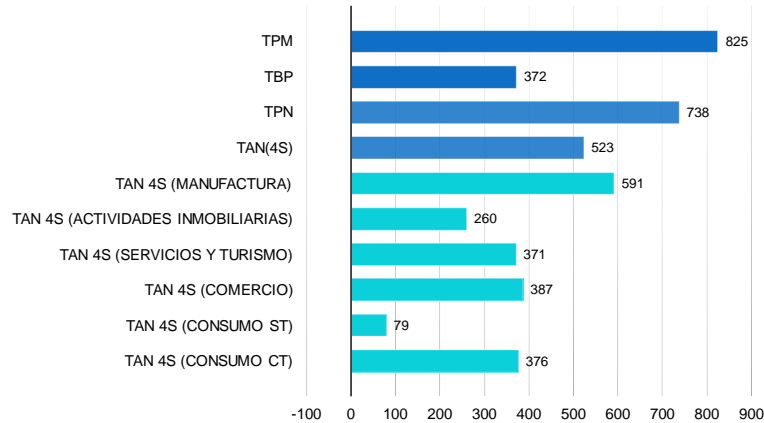
Posterior al aumento de la TPM aprobado en esa oportunidad, en las reuniones de política monetaria de diciembre del 2022 y enero del 2023, la Junta Directiva del BCCR mantuvo esta referencia en 9,0%. Esto por cuanto consideró que, dada la desaceleración en las expectativas de inflación observada en meses recientes, el nivel vigente de la TPM señala una clara postura restrictiva de la política monetaria que es necesario mantener para reducir la persistencia de los altos niveles de inflación y mitigar el riesgo de que se retrase la convergencia de la inflación hacia la meta. Por tanto, optó por dar un espacio prudencial para que se complete la transmisión de los incrementos en la TPM hacia las tasas de interés del sistema financiero.

En adición a lo anterior, en la reunión de enero del año en curso, la Junta Directiva manifestó que, con la información disponible a la fecha, salvo que se generen efectos de segunda ronda debido a la materialización de algunos riesgos asociados al actual contexto económico (que se detallan en el capítulo 3 de este informe), el Banco Central estima que no hay elementos que permitan prever incrementos adicionales en la TPM en el futuro cercano. Asimismo, indicó que dará seguimiento a la evolución de los distintos indicadores macroeconómicos, con el fin de adoptar de manera oportuna las medidas de política monetaria necesarias, en la dirección requerida, ante cambios en las perspectivas macroeconómicas que modifiquen el escenario central del pronóstico y las expectativas de inflación.

El proceso de transmisión de los aumentos en la TPM a las tasas de interés del sistema financiero continuó en el último trimestre del 2022 y se estima que está cerca de completarse³⁸ (Gráfico 16). Así, del 15 de diciembre del 2021 al 25 de enero del presente año la TPM aumentó en 825 p.b. y en ese mismo periodo la tasa de interés pasiva negociada en colones (TPN) y la Tasa Básica Pasiva (TBP) aumentaron en 738 y 372 p.b, en su orden, mientras que la tasa de interés activa negociada (TAN) se incrementó en 523 p.b.

Gráfico 16. TPM, tasa básica pasiva, tasa de interés pasiva y tasas de interés activas por tipo de actividad

Variaciones absolutas entre el 15/12/2021 y el 25/1/2023



Nota: 4s: 4 semanas.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2 Gestión de la liquidez de la economía

El endurecimiento de la política monetaria se manifestó también en la gestión de la liquidez del sistema financiero efectuada por el BCCR.

Las condiciones de liquidez del sistema financiero pueden aproximarse con base en la posición neta promedio del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)³⁹. En el 2022 dicha posición fue deudora neta (Gráfico 17.A), en promedio de ¢359.241 millones (¢643.603 millones en el 2021). Esta gestión apoya el endurecimiento de la política monetaria.

No obstante, hubo dos períodos claramente diferenciados en el comportamiento de la liquidez sistémica. El primer trimestre presentó un nivel comparable con el promedio del año previo, mientras que en el resto del año hubo condiciones cambiantes en la liquidez,

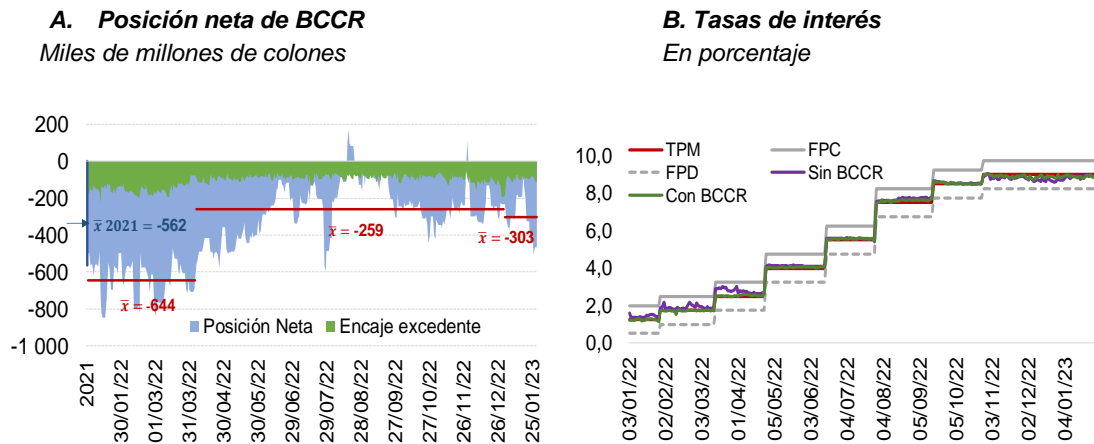
³⁸ Según Barquero, J, Loaiza, K. y Mendoza L. (“Microdata Evidence of Incomplete Monetary Policy Transmission in a Non Competitive Banking Sector: The Case of Costa Rica”, abril 2021), el traspaso de los ajustes de la TPM a las tasas de interés del sistema financiero tarda entre seis y siete meses en el caso de las tasas pasivas y seis meses en las tasas activas.

³⁹ El BCCR gestiona las condiciones de liquidez mediante operaciones en el MIL y las operaciones de mercado abierto. A mediano y largo plazo la liquidez también está influida por las variaciones en la tasa de encaje.

aunque prevaleció una disminución significativa (con un saldo promedio de $\text{¢}259.188$ millones).

El comportamiento de la liquidez en este último periodo reflejó, en un primer momento, la contracción monetaria asociada a la venta de divisas al SPNB (segundo trimestre del año) y el incremento del encaje mínimo legal (EML)⁴⁰ en moneda nacional. Sin embargo, esta contracción monetaria fue más que compensada en los meses siguientes por el efecto expansivo originado en la compra de divisas realizada por el BCCR para restituir las divisas vendidas de previo al SPNB.

Gráfico 17. Indicadores del MIL colones



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cabe indicar que en el 2022 el saldo de deuda estandarizada del Banco Central disminuyó en $\text{¢}100.261$ millones, con lo cual el saldo en circulación al término del año fue de $\text{¢}1.232.125$ millones. Asimismo, por intereses sobre dicha deuda se pagaron $\text{¢}99.482$ millones, lo que contribuyó a inyectar recursos al sistema, principalmente en enero, mayo y octubre.

En cuanto a las tasas de interés de las operaciones en el MIL en colones a 1 día plazo, en promedio registraron valores en torno a la TPM, sea que se incluyan o no las operaciones con el Banco Central⁴¹ (Gráfico 17.B).

En moneda extranjera la participación del BCCR fue escasa. Por un lado, captó mediante instrumentos de corto plazo en el MIL (14 y 28 días) ($\text{USD } 45$ millones, como saldo promedio mensual) y mediante la colocación de títulos a 3 y 5 años, instrumentos

⁴⁰ La tasa de encaje mínimo legal es un porcentaje de los depósitos y captaciones que los intermediarios financieros deben depositar en el Banco Central. Por consiguiente, las modificaciones a ese porcentaje afectan la disponibilidad de liquidez en la economía. Esta tasa aumentó de 12% a 15% en julio, pero dado que su control se realiza con un rezago de dos quincenas naturales, el traslado efectivo de fondos (producto de la medida) fue en agosto (aproximadamente $\text{¢}357.000$ millones).

⁴¹ El comportamiento de las tasas de interés, excluidas las operaciones con el BCCR, responde no solo al monto de liquidez disponible, sino también a la forma en que esté distribuida entre los participantes del mercado.

ofrecidos a partir de junio del 2022, y que al término del año registraron un saldo de USD 63,3 millones en valor facial. Por su parte, las operaciones de crédito fueron prácticamente nulas, con dos operaciones de corto plazo de USD 5 millones cada una.

En los mercados de recompra administrados por la Bolsa Nacional de Valores no participó y en el mercado secundario adquirió, entre julio y agosto, valores propios por un total de ¢428 millones en valor facial.

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

Desde inicios del segundo semestre del 2022 el colón se ha apreciado, en respuesta de una mayor disponibilidad relativa de dólares en el mercado cambiario.

El comportamiento del mercado cambiario en el segundo semestre del 2022 rompe con la tendencia observada desde el segundo trimestre del 2020.

En los primeros seis meses del 2022 el tipo de cambio mostró un incremento acumulado de 7,7% con respecto a diciembre del 2021. En este periodo, que aún experimentaba los efectos económicos de la pandemia (recuperación gradual de los ingresos por turismo, por ejemplo), se suscitaron presiones de demanda de divisas originadas, entre otras razones, en los aumentos en los precios de las materias primas y en los costos internacionales para el transporte de mercancías, así como una mayor demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones. Así, el superávit neto del mercado privado de cambios ascendió a USD 1.134 millones en este lapso, similar a lo registrado en los dos semestres previos (USD 1.268 millones en el primer semestre del 2021 y USD 1.261 millones en el segundo).

Por el contrario, la segunda mitad del 2022 mostró una relativa abundancia de divisas (que continúa en lo que transcurre del presente año), manifiesta en un superávit neto del mercado privado de cambios de USD 2.572 millones⁴². Hay razones económica objetivas, verificables y medibles, tanto de oferta como de demanda, de carácter coyuntural y estructural, así como de naturaleza real o financiera, que explican esta mayor disponibilidad de divisas, entre ellas destacan:

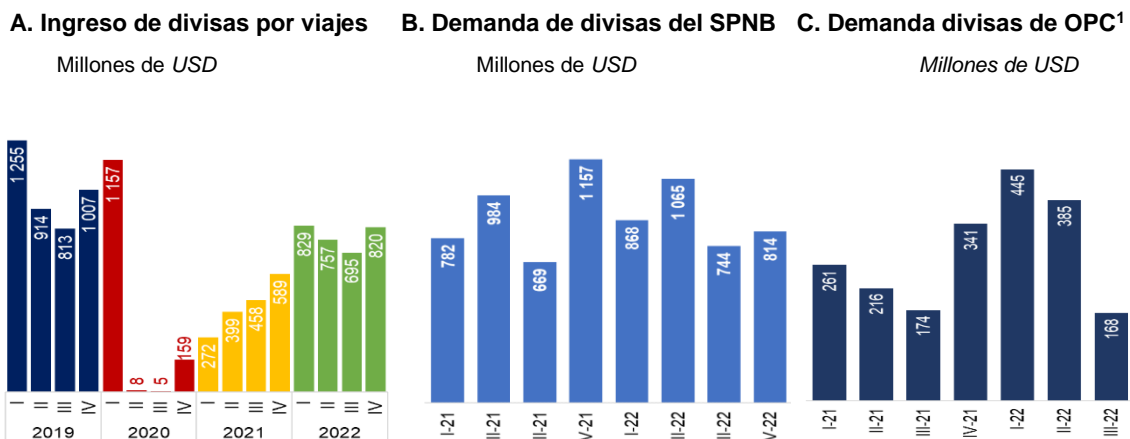
- a. El ingreso de divisas por turismo (Gráfico 18.A), cuyo flujo en el 2022 fue superior en 81% al del año previo, aunque todavía no alcanza los niveles previos a la pandemia.
- b. La instalación de empresas de inversión extranjera (ver Recuadro 1). La información disponible señala que en los primeros 11 meses del 2022 se instalaron en el país 50 empresas (39 en todo el 2021) y que las exportaciones de bienes de los regímenes especiales en el 2022 crecieron 23,5%.
- c. 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 observada en la segunda mitad del año. Esta mejora afecta directamente la demanda de

⁴² Cabe indicar que a partir del segundo semestre del 2022 la demanda neta de divisas por parte de las administradoras de fondos de terceros se canaliza en Monex, previo a esa fecha podían adquirir divisas de forma directa con los intermediarios cambiarios.

divisas para el pago de productos importados, en particular por la factura petrolera, cuya evolución queda comprendida en la demanda de divisas por parte del SPNB (Gráfico 18.B). Solo en la factura por hidrocarburos, la cantidad demandada de divisas se redujo en USD 160 millones de dólares, en el segundo semestre con respecto al primero.

- d. La menor demanda de divisas por parte de los administradores de fondos de terceros, en especial de las operadoras de fondos de pensión, en relación con lo observado en los semestres previos. Particularmente, en el segundo semestre del 2022 la demanda de dichas operadoras fue solo un 45% de lo demandado en el primer semestre (Gráfico 18.C).
- e. La recuperación del premio por ahorrar en colones, resultado del aumento en las tasas de interés en moneda local y de la menor expectativa de variación cambiaria. Esto constituye un desincentivo para la dolarización del ahorro financiero y un incentivo al ingreso de recursos externos.

Gráfico 18. Factores que explican el comportamiento del mercado cambiario en el segundo semestre del 2022



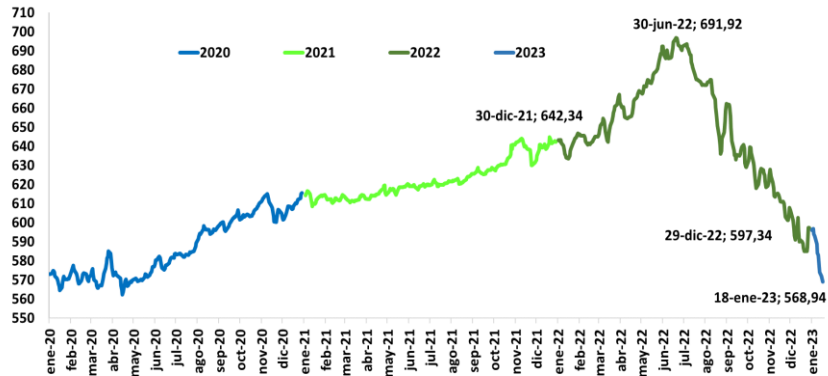
¹A partir de julio del 2022 las OPC pueden comprar divisas solamente en el Monex.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Esta coyuntura se estima fue reforzada por expectativas positivas sobre la evolución macroeconómica del país, ante la mejora en el desempeño fiscal y en el blindaje financiero del país, esto último influido por los recursos contratados con esa finalidad por el BCCR con el Fondo Latinoamericano de Reservas y la reciente aprobación legislativa para que el Gobierno coloque en los próximos meses títulos en los mercados internacionales. Una manifestación de esta mejora es la reducción en la percepción de riesgo de los bonos de deuda soberana de Costa Rica, tal como se aprecia en el indicador Embigd desde finales de julio de 2022.

Esta mayor abundancia relativa de divisas llevó a una apreciación del colón en el segundo semestre del 2022, cuando el tipo de cambio mostró una variación de -13,7%. La variación al término del año fue de -7,0% (Gráfico 19); no obstante, en promedio el colón más bien

se depreció en el 2022, ya que el tipo de cambio promedio anual aumentó 4,2% en ese año con respecto al promedio anual del año previo.

Gráfico 19. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex
Colones por USD

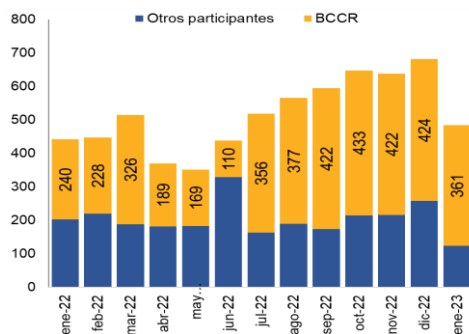


Fuente: Banco Central de Costa Rica

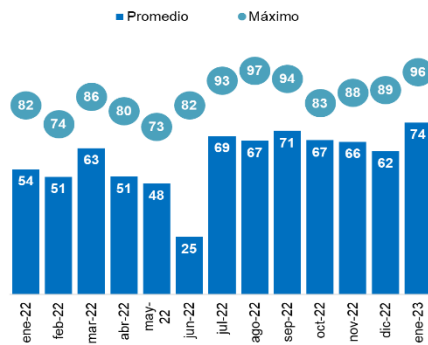
En ese contexto de mayor abundancia de divisas, y de acuerdo con lo establecido en el artículo 89 de su Ley Orgánica, el Banco Central incrementó sus compras en el Monex (Gráficos 20.A y 20.B). Entre el 1 de julio del 2022 y el 18 de enero del 2023 estas compras ascendieron a USD 2.726 millones, monto que representa, en promedio, cerca del 68% de lo transado en este mercado⁴³ y que permitió atender el requerimiento contemporáneo del SPNB y restituir parte de las divisas vendidas de previo al SPNB⁴⁴.

Gráfico 20. Participación del BCCR en Monex

A. Volumen negociado según comprador
Millones de USD



B. Participación de las compras del BCCR
Porcentaje del total negociado en Monex



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴³ En algunas sesiones esas compras llegaron a representar hasta el 97% de lo negociado en Monex.

⁴⁴ En los últimos 7 meses, la abundancia relativa de dólares en el mercado ha permitido al Banco Central restituir cerca de USD 1.262 millones del uso neto de reservas que efectuó previamente para atender la demanda neta de divisas del SPNB. Este monto representa un 48% de lo utilizado en los 30 meses transcurridos entre enero del 2020 y junio del 2022.

Estas compras contribuyeron a incrementar el saldo de las reservas internacionales netas, que al 20 de enero del 2023 alcanzaron un máximo de *USD 9.079,4* millones⁴⁵, equivalente al 11,7% del PIB estimado para el 2023.

Cabe recordar que el régimen cambiario que opera en el país desde febrero del 2015 es un régimen de flotación administrada, consecuente con un esquema monetario de metas de inflación.

Bajo un régimen de flotación el tipo de cambio es determinado por las fuerzas de oferta y demanda y el BCCR interviene en el mercado cambiario con el fin de acotar movimientos abruptos en este macroprecio y para gestionar las operaciones en moneda extranjera del SPNB; el BCCR no tiene compromiso alguno con un nivel o senda de tipo de cambio y mucho menos interviene con el propósito de reducir la inflación.

Sí se reconoce que la apreciación de la moneda nacional ha incidido en la desaceleración de la inflación, dado que existen precios de bienes y servicios cuya determinación toma en cuenta el comportamiento del tipo de cambio (Recuadro 2); sin embargo, ello no significa que las decisiones de política del Banco Central tengan por objetivo apreciar el colón para inducir una disminución en el ritmo de crecimiento de los precios.

En múltiples oportunidades el BCCR ha manifestado que la inflación en el mediano y largo plazo es esencialmente un fenómeno monetario y, por tanto, es con la disciplina y el control monetario que esta entidad procura proveer a la sociedad costarricense de un nivel de precios bajo y estable.

⁴⁵ Al 30 de enero del 2023, el saldo de las RIN disminuyó a *USD 8.247,7* millones debido al pago realizado en dicho mes de *USD 1.021,3* millones por principal e intereses de la deuda externa del Gobierno Central.

Recuadro 2. Traspaso del tipo de cambio a la inflación costarricense

Costa Rica es una economía pequeña y abierta al comercio internacional, que ha experimentado un crecimiento acelerado de las exportaciones, importaciones y la inversión directa durante las últimas décadas. En una economía con estas características, los movimientos del precio relativo de la moneda local con respecto a las monedas de los socios comerciales tienen consecuencias directas sobre las decisiones de consumo (ahorro) y producción de los agentes económicos. En particular, es de interés analizar el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación interna, conocido en la literatura económica como efecto traspaso.

Durante los últimos 18 años, el BCCR tomó decisiones relevantes sobre el esquema monetario y régimen cambiario que afectan la magnitud de este fenómeno.

En el 2005 el BCCR dispuso adoptar, de manera gradual y ordenada, un régimen monetario basado en metas de inflación, que permitiera alcanzar una inflación baja y estable en el mediano plazo. Como uno de los pilares de ese cambio, modificó progresivamente el régimen cambiario para garantizar una mayor flexibilidad, y permitir así que los movimientos del tipo de cambio reflejen de manera más cercana la interacción de la oferta y la demanda de divisas a partir del comportamiento de sus determinantes, entre los que se encuentran cambios en la productividad relativa, la política fiscal y los términos de intercambio.

La literatura ha documentado previamente cuáles elementos pueden contribuir a diferentes magnitudes en el efecto traspaso. En un estudio para el Banco Mundial, Ha, Stocker y Yilmazkuday (2019) encuentran que los coeficientes de traspaso tienden a ser menores en países que combinan regímenes de tipo de cambio flexibles con metas de inflación creíbles.

Adicionalmente, el grado de independencia del banco central puede contribuir a estabilizar la inflación posterior a un movimiento fuerte del tipo de cambio y facilita el mejor uso de reservas internacionales para amortiguar los choques externos. Otro factor que ha influido en un menor coeficiente de traspaso en las economías emergentes, son los menores niveles de inflación observados después de la crisis financiera de 2008, de acuerdo con Jašová et al. (2016).

Congruente con lo anticipado por la literatura, Rodríguez Vargas (2010) documenta para Costa Rica una reducción en el efecto traspaso⁴⁶. Tal como lo exponen Alfaro, Sánchez y Tenorio (2016), este hecho contribuyó a la decisión tomada por el BCCR a inicios del año 2015, en la cual se anunció oficialmente el fin de la banda cambiaria, para adoptar un régimen de flotación administrada.

También en el contexto costarricense, Orane (2015) cuantificó un aumento de 0,22 puntos porcentuales⁴⁷ en la inflación por cada punto porcentual de incremento en el tipo de cambio, transcurridos doce meses. Adicionalmente documenta que el impacto más relevante es en los componentes regulados, transables y de bienes, pero con la salvedad de que la magnitud del traspaso es menor en el período de mayor flexibilidad.

En el contexto de movimientos significativos en el tipo de cambio nominal durante los últimos 12 meses, resulta relevante analizar nuevamente los efectos con la información más reciente.

⁴⁶ Se estima que con la adopción de la banda cambiaria el efecto traspaso sobre los precios internos pasó de 60% a 36%.

⁴⁷ Esto equivale a un traspaso del 22%.

La especificación econométrica

La estimación del efecto traspaso del tipo de cambio a los precios internos que se presenta en este recuadro, se estimó con un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) recursivo para el periodo entre octubre del 2006 y octubre del 2022. La estructura recursiva del modelo se refiere a la existencia de restricciones en los choques según el orden de las variables.

El modelo contiene cuatro variables endógenas escogidas de manera idéntica a las utilizadas en Orane (2015). La primera es el tipo de cambio nominal (TC) del dólar de los Estados Unidos de América (EUA) con respecto al colón costarricense.

Seguidamente, se incluye el Índice Mensual de Actividad Económica para capturar los efectos de la economía real. Luego, la Tasa de Política Monetaria⁴⁸ (TPM) para capturar los efectos de la política monetaria y, en último lugar, se usa el Índice de Precios al Consumidor, o alguno de los índices de precios de agrupaciones que se usan en los distintos ejercicios.

Todas las variables se expresan en variaciones interanuales, excepto la TPM, y las pruebas econométricas realizadas confirman que el orden de rezagos del modelo debe ser de 2.

Como parte de las variables exógenas se incorporan el Índice de Precios de los Socios Comerciales, Índice de Precios de Materias Primas Importadas, tasa de interés de bonos del Tesoro de los EUA a 3 meses plazo y el Índice de Precios al Productor de Estados Unidos⁴⁹. Los resultados del modelo VAR son transformados para expresar el traspaso del tipo de cambio en términos de elasticidades. De forma que la elasticidad de traspaso (ET) del tipo de cambio a los precios internos se calcula como el cociente entre el cambio porcentual en el nivel de precios después del choque ($\Delta\%P_{t,t+i}$) y el cambio porcentual en el tipo de cambio en el mismo periodo ($\Delta\%TC_{t,t+i}$):

$$ET = \frac{\Delta\%P_{t,t+i}}{\Delta\%TC_{t,t+i}}$$

El intervalo de confianza para la elasticidad de traspaso se estimó con un procedimiento de remuestreo (*bootstrap*), en el cual se generaron 1000 muestras basadas en residuos del modelo VAR.

Resultados y discusión

De acuerdo con lo esperado en la literatura, al comparar los resultados aquí obtenidos con estimaciones previas, se deduce que el aumento en la flexibilidad cambiaria está acompañado de una reducción en la magnitud del efecto traspaso.

Para el periodo de flexibilidad cambiaria que inició en octubre 2006 y con información hasta octubre de 2022 se tiene que el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación es de 12,3% y que este efecto se completa seis meses después del choque.

Si se realiza la medición para el periodo en el que la banda cambiaria se mantuvo en operación (entre octubre 2006 y enero 2015), el efecto traspaso al cabo de un año era de 28,5%. Por su

⁴⁸ Entre octubre del 2006 y mayo del 2011 se utilizó el Indicador de tasa de política monetaria (ITPM) construido por Castro y Chaverri (2013).

⁴⁹ Los datos provienen del Instituto Nacional de Estadística y Censos, del Banco de la Reserva Federal de Saint Louis y del Banco Central de Costa Rica.

parte en el periodo de flotación administrada (entre febrero 2015 y octubre 2022) el traspaso alcanza 11,4% transcurridos tres meses.

No obstante, este efecto no es uniforme si se realiza el análisis por Divisiones de consumo del IPC (Cuadro 2.1), del cual destaca lo siguiente:

- a. El traspaso hacia las divisiones de consumo como Bebidas alcohólicas y tabaco y Alimentos y bebidas no alcohólicas resulta significativo únicamente durante el periodo de flotación administrada.
- b. El traspaso hacia Recreación, deporte y cultura no difiere de forma significativa en magnitud al comparar entre el régimen de banda cambiaria y el de flotación administrada.
- c. En los casos de Bienes y servicios diversos y Prendas de vestir y calzado, el traspaso del tipo de cambio a los precios pierde significancia si se analiza únicamente el periodo de flotación administrada.

Cuadro 2.1. Efecto traspaso por divisiones de consumo del IPC^{1,2,3,4}

Horizonte (en meses)	Muestra Total			Banda cambiaria			Flotación administrada		
	3	6	12	3	6	12	3	6	12
Inflación IPC	10,9%**	12,3%**	-	9,8%*	16,4%**	28,5%**	11,4%*	-	-
Alimentos y bebidas no alcohólicas	-	-	-	-	-	-	-	39,8%**	-
Bebidas alcohólicas y tabaco	-	-	-	-	-	-	17,0%**	33,0%**	78,8%*
Bienes y servicios diversos	11,1%**	12,7%**	21,8%**	14,0%**	19,1%**	29,2%**	-	-	-
Muebles, artículos para la vivienda y servicio doméstico	5,4%**	6,7%*	-	-	-	-	5,4%*	-	-
Prendas de vestir y calzado	5,8%**	9,6%**	18,4%**	-	-	-	-	-	-
Recreación, deporte y cultura	27,5%**	31,7%**	37,1%**	33,4%**	36,0%**	38,1%**	17,1%**	31,9%**	-
Salud	7,1%**	10,6%**	22,6%**	7,4%*	9,4%*	-	-	-	59,6%*
Transporte	22,1%**	26,4%**	36,9%**	-	27,5%**	33,8%**	35,1%**	32,4%**	-

^{1/} El * denota significativo al 90% y ** significativo al 95%.

^{2/} Las celdas sin información (-) corresponden a valores que no son estadísticamente distintos de cero.

^{3/} No se incluyen en este cuadro aquellos grupos de artículos para los que el efecto traspaso estimado fue nulo en todos los horizontes y subperiodos analizados, a saber: Alquiler y servicios de la vivienda; Bebidas fuera del hogar y servicios de alojamiento; Educación; e Información y comunicación.

^{4/} En los ejercicios empíricos un choque equivale a una desviación estándar en la variación interanual del tipo de cambio. El tamaño y persistencia del choque (así como la respuesta de las otras variables) es dependiente del periodo de la muestra, por lo que estos varían con los diferentes regímenes cambiarios y los cambios en la relación entre la economía interna y externa.

Fuente: Basado en Alfaro Ureña, Gómez Rodríguez, Jiménez Montero y Sandoval (2023), por publicar.

En el Cuadro 2.2 se muestra la elasticidad del efecto traspaso hacia los precios internos por algunos componentes del IPC (bienes, servicios, artículos regulados y artículos no regulados). Se observa que durante el periodo completo de estudio la elasticidad del efecto traspaso es significativa luego de tres y seis meses del choque de tipo de cambio en el componente de artículos no regulados. También se puede observar que la elasticidad del efecto traspaso en los artículos regulados no es significativo en todos los horizontes posteriores al choque.

Se muestra también que, ante un choque del tipo de cambio, el precio de los bienes enfrenta un efecto traspaso a tres meses mayor en comparación con el precio de los servicios; además el efecto en los servicios deja de ser significativo al cabo de tres meses, mientras que en los bienes el efecto se mantiene significativo a doce meses.

Cuando se analizan por separado los periodos bajo los regímenes de banda cambiaria y flotación administrada se observan algunas diferencias en la elasticidad del efecto traspaso del tipo de cambio sobre los componentes del IPC. La elasticidad del efecto traspaso a los bienes se incrementa en el periodo de flotación administrada, deja de ser significativa a doce meses.

Similarmente para los artículos regulados, el efecto traspaso en los distintos horizontes es nulo en ambos periodos. Finalmente, la elasticidad del traspaso parece ser mayor en el caso de artículos no regulados a partir del 2015.

Cuadro 2.2 Efecto traspaso a los componentes del IPC^{1,2,3}

Horizonte	Muestra Total			Banda cambiaria			Flotación administrada		
	3	6	12	3	6	12	3	6	12
Bienes	15.1%**	17.4%**	21.2%*	14.2%*	23.8%**	37.8%**	20.1%**	30.9%**	-
Servicios	6.2%*	-	-	-	-	-	-	-	-
Regulados^{4/}	-	-	-	-	-	-	-	-	-
No Regulados	9.6%**	10.1%**	-	8.0%**	10.1%**	-	15.1%**	23.0%**	39.7%*

Notas:

^{1/} El * denota significativo al 90% y ** significativo al 95%.

^{2/} Las celdas vacías (-) corresponden a valores que no son estadísticamente distintos de cero.

^{3/} En los ejercicios empíricos un choque equivale a una desviación estándar en la variación interanual del tipo de cambio. El tamaño y persistencia del choque (así como la respuesta de las otras variables) es dependiente del periodo de la muestra, por lo que estos varían con los diferentes regímenes cambiarios y los cambios en la relación entre la economía interna y externa.

^{4/} En el periodo de flotación administrada se encontró un efecto negativo significativo a 12 meses, lo cual es contraintuitivo y requerirá de mayor estudio. Para este período existe una correlación negativa en los movimientos del tipo de cambio y los servicios de vivienda regulados electricidad y agua. Es probable que estos servicios tengan una baja correlación con otros bienes importados y que, por el contrario, respondan más a características internas de la economía. Cabe recordar, por ejemplo, que la producción de electricidad en Costa Rica depende mayoritariamente de energías renovables, y en el corto plazo su producción está altamente correlacionada con fenómenos climáticos. Fuente: Basado en Alfaro Ureña, Gómez Rodríguez, Jiménez Montero y Sandoval (2023), por publicar.

En un futuro cercano, y una vez que exista suficiente información, será relevante estimar la asimetría que existe en el efecto traspaso durante el periodo de flotación administrada. Brenes y Esquivel (2018) analizaron el efecto traspaso durante el periodo octubre 2006 a marzo de 2017 y encontraron evidencia de asimetría en este efecto. Es importante conocer si esta asimetría se ha mantenido durante el período de flotación administrada, especialmente para entender los efectos sobre la inflación de los eventos de depreciación y apreciación ocurridos en 2022 e inicios de 2023.

Los resultados presentados en este recuadro confirman que el efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios generales se ha reducido para el período de flotación administrada en Costa Rica. La literatura ha identificado condiciones que pueden contribuir a un menor efecto traspaso y en las que Costa Rica ha tenido mejoras cuantificables en los últimos años: mayor flexibilidad en el mercado cambiario, apego a un régimen de metas de inflación, inflación baja y estable, y mayor independencia del Banco Central de Costa Rica en la conducción de la política monetaria.

Referencias:

Alfaro Ureña, A., Sánchez Wong, B. y Tenorio Chaves, E. (2016). *Migración de la banda cambiaria hacia un régimen de flotación administrada*. Documento de Trabajo N°003-2016. San José: Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica.

Banco de México, (2015). *Traspaso de Variaciones en el Tipo de Cambio a Precios en Economías de Latinoamérica*. Informe Trimestral julio–septiembre 2015, Recuadro 1, pp. 18-20, noviembre 2015.

Brenes, C. y Esquivel, M. (2018). *Asimetría en el traspaso del tipo de cambio a los precios en Costa Rica durante el periodo de flexibilidad cambiaria*. Monetaria, enero-junio, 2018

Castro, A. y Chaverri, C. (2013). *Indicador de tasa de política Monetaria del Banco Central de Costa Rica*. (Nota Técnica N°011). San José: Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica.

Ha, J., Stocker, M. y Yilmazkuday, H. (2019). *Inflation and Exchange Rate Pass-Through*. Banco Mundial, Policy Research Working Paper 8780.

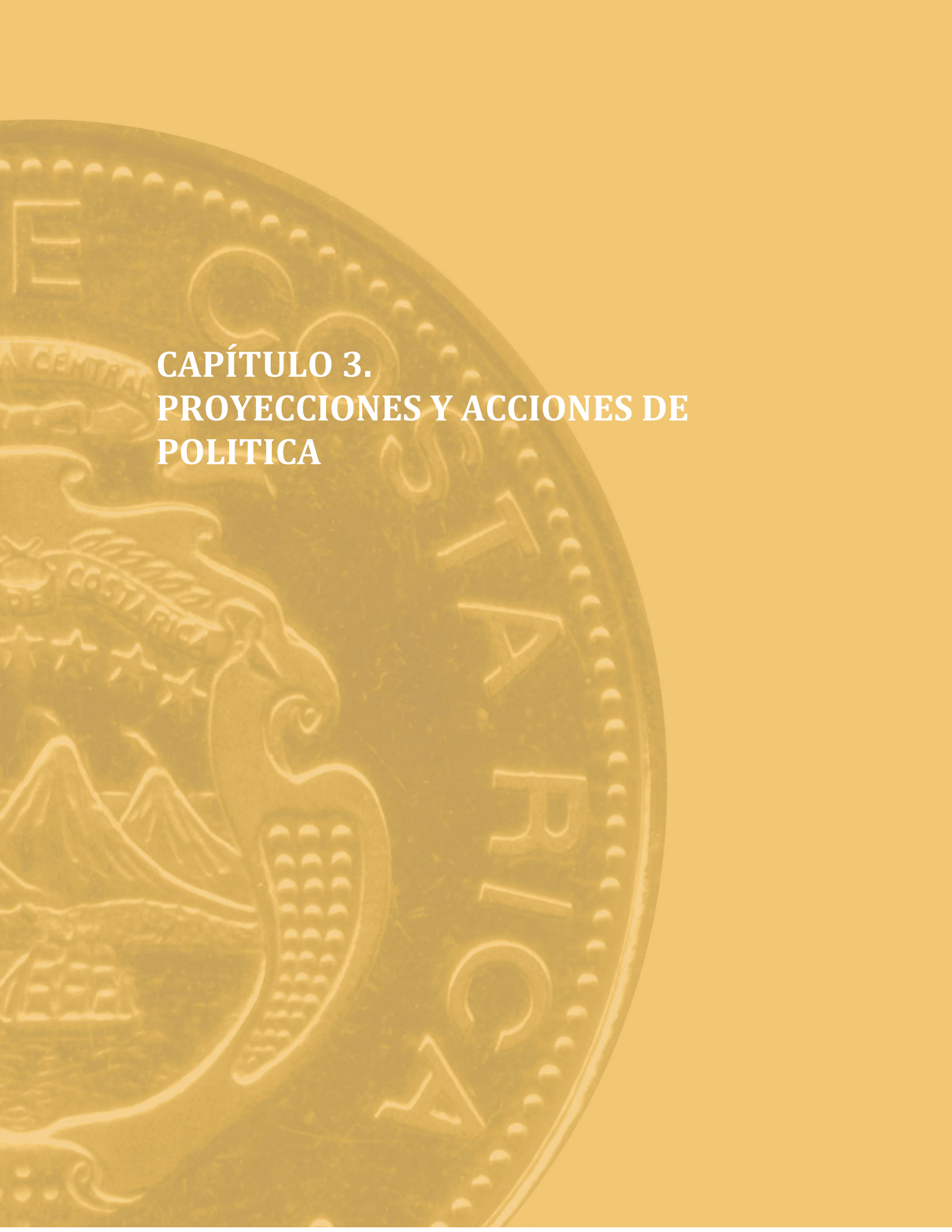
Jasová, M., Moessner, R. y Takáts, E. (2019). *Exchange Rate Pass-Through: What Has Changed Since the Crisis?*. Barnard College, Columbia University, United States Bank for International Settlements CESifo

Jongrim Ha, M. Marc Stocker y Hakan Yilmazkuday, 2019. *Inflation and Exchange Rate Pass-Through*. Banco Mundial, Policy Research Working Paper 8780.

Orane, A. (2015). *Estimación del traspaso del tipo de cambio hacia distintos componentes del índice de precios al consumidor*. (Documento de Trabajo N°006). San José: Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica.

Rodríguez Vargas, Adolfo (2010). *Evaluación del modelo lineal de pass-through para la proyección de inflación dentro del régimen de banda cambiaria*. Documento de Investigación N° 044-2009. San José: Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica.

Rodríguez Vargas, Adolfo (2010). *Evaluación del modelo lineal de pass-through para la proyección de inflación dentro del régimen de banda cambiaria*. Documento de Investigación N° 044-2009. San José: Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica.



**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.

Los organismos financieros internacionales coinciden en que la economía mundial se desacelerará en el 2023, como resultado del impacto económico de la guerra entre Rusia y Ucrania, y la política monetaria contractiva para contener la elevada inflación. Además, consideran que la inflación seguirá en el 2023 una trayectoria a la baja, pero continuará en niveles elevados. En el 2024, la economía mundial tendría un mejor desempeño en el comportamiento de ambas variables.

Para la economía nacional se mantiene el crecimiento del PIB de 2,7% para el 2023 previsto en el IPM de octubre pasado, en tanto que para el 2024 se estima un crecimiento de 3,5%. Por su parte, la inflación general retornaría al rango de tolerancia alrededor de la meta (3% ± 1 p.p.) al final del cuarto trimestre del 2023, en tanto que la inflación subyacente lo haría en el primer semestre del 2024, antes de lo proyectado para ambos indicadores en el informe de octubre pasado (finales del 2024). El balance de riesgos de las proyecciones de inflación se inclina al alza.

Los principales riesgos externos continúan asociados a las condiciones geopolíticas y a un eventual rebrote del COVID-19 debido a la flexibilización por parte de China de la política cero COVID, a lo cual se suma el riesgo de que la economía internacional entre en recesión. En el ámbito local se identifican riesgos asociados con una convergencia de las expectativas de inflación a la meta más lenta de lo estimado, así como cambios abruptos en el tipo de cambio asociados a movimientos no consecuentes con la evolución de sus fundamentales y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

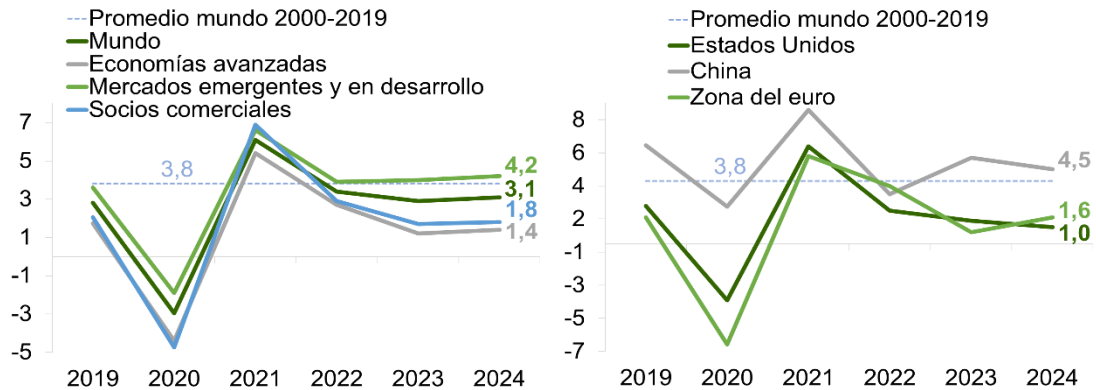
El crecimiento de la economía mundial se desaceleraría en el 2023, en tanto que la inflación continuaría relativamente alta, lo que implica un entorno externo más adverso para la economía nacional.

El FMI, en el informe “Perspectivas de la economía mundial” de enero del presente año, revisó al alza su proyección de crecimiento mundial para el 2023 en 0,2 p.p. con respecto al informe de octubre pasado para ubicarla en 2,9%, pese a lo cual es inferior en comparación tanto al año previo como al promedio histórico del periodo 2000-2019 (3,8%). Para el 2024, proyecta un crecimiento de 3,1% (Gráfico 21 y Cuadro 2).

El incremento en las tasas de interés de los bancos centrales para controlar la inflación, la guerra de Rusia en Ucrania y la rápida propagación del COVID-19 en China desaceleraron la actividad económica de 6,1% en el 2021 a 3,4% en el 2022. Para el 2023, los dos primeros factores continúan presentes, pero la reciente reapertura en China ha contribuido a una recuperación más rápida de lo previsto.

Gráfico 21. Proyecciones de crecimiento mundial del FMI para 2023-2024

Variación anual en porcentajes



Fuente: Informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, enero del 2023.

Cuadro 2. Proyecciones de crecimiento mundial del FMI para 2023-2024

Variación anual en porcentajes

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

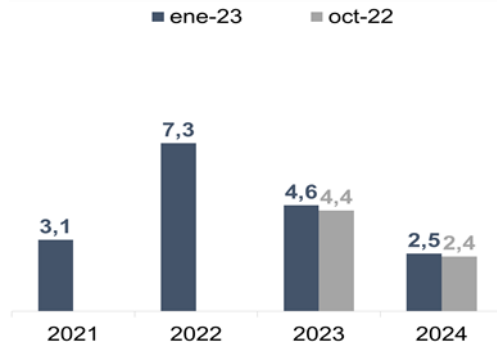
Fuente: Fondo Monetario Internacional, enero 2023.

Por otra parte, el FMI prevé que la inflación global disminuya desde 8,8% en el 2022 hasta 6,6% en el 2023 y 4,3% en el 2024, aunque continuará 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 22).

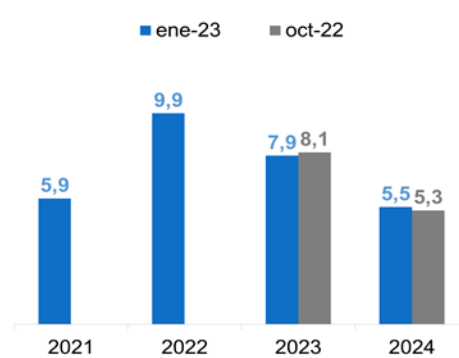
Gráfico 22. Proyecciones de inflación para el periodo 2023-2024

En porcentajes

A. Economías avanzadas



B. Economías emergentes y en desarrollo



Fuente: Informe "Perspectivas de la economía mundial", FMI, enero del 2023.

Las perspectivas de un menor crecimiento mundial, en particular de nuestro principal socio comercial, Estados Unidos, reducirían el impulso de la demanda externa del país en el bienio 2023-2024. No obstante, hay un elemento favorecedor, ya que la desaceleración no sería tan fuerte como lo previsto inicialmente. En efecto, en las proyecciones publicadas en enero del presente año, el FMI revisó al alza en 0,4 p.p. la perspectiva de crecimiento económico de dicha economía para el 2023 hasta ubicarla en 1,4% (2,0% en el 2022), aunque ajustó a la baja en 0,2 p.p. la del 2024 hasta 1,0%. Además, la todavía elevada inflación global incidiría negativamente sobre el desempeño económico local debido al impacto de la inflación importada sobre los precios locales.

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 para el 2023-2024

Variación anual en porcentajes

	IPM enero 2023			IPM octubre 2022	
	2022	2023	2024	2022	2023
	est	proy	proy	proy	proy
Crecimiento mundial	3,4	2,9	3,1	3,2	2,7
Crecimiento Estados Unidos	2,0	1,4	1,0	1,6	1,0
Crecimiento socios comerciales, promedio	2,9	1,7	1,8	2,7	1,5
Inflación socios comerciales, promedio	6,7	4,0	2,5	6,7	4,0
Precio del petróleo (USD)	119,0	103,4	94,9	120,1	101,3
Variación %	55,8	-13,2	-8,2	57,2	-15,7
Términos de intercambio, variación %	-6,7	0,5	-0,2	-7,1	1,1

Proy: proyectado; est: estimado.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del informe "Perspectivas de la economía mundial", octubre 2022 y enero 2023, del Fondo Monetario Internacional.

3.2 Proyecciones para la economía nacional

La economía nacional crecería 2,7% en el 2023 y 3,5% en el 2024, impulsada principalmente por la demanda interna.

La tasa de crecimiento proyectada para el 2023 mantiene el resultado que se estimó en el informe de octubre del 2022, aunque en esta oportunidad se estima tanto una mayor expansión de la demanda interna como la externa, compensada por el incremento estimado de las importaciones.

En particular, este ejercicio supone que el proceso de relocalización de servicios externos hacia Costa Rica observado durante el 2022 se mantendría en el 2023, aunque en menor magnitud y, además, prevé un escenario más conservador de ingreso de turistas para este año debido al contexto internacional menos favorable.

En el 2024 la actividad económica mostraría mayor dinamismo, impulsada principalmente por la demanda interna. Se estima que el PIB se ubique por debajo de su nivel potencial en el horizonte de proyección; es decir, sin presiones inflacionarias significativas por el lado de la demanda.

Por componentes del gasto, el crecimiento previsto de la producción nacional se asocia con el comportamiento de la demanda interna y de las exportaciones netas, así como la recuperación de la inversión pública en el 2024.

El detalle del PIB por componentes del gasto se presenta en el Gráfico 23. Al respecto, destaca lo siguiente.

1. **Consumo.** Se estima un crecimiento para el 2023 y 2024 más moderado en comparación con el año anterior (2,5% y 3,1%, respectivamente), toda vez que se habría disipado buena parte del poder adquisitivo acumulado desde el inicio de la pandemia. La proyección del consumo privado de 2023 fue revisada ligeramente a la baja en comparación con el informe de octubre, debido a la recuperación más lenta del ingreso real⁵⁰.
2. **Consumo del Gobierno.** Crecería 1,9% en el 2023, tasa similar a la del 2022, explicada por el hecho de que 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, compra de bienes y servicios, como en la política de contratación de nuevas plazas.

⁵⁰ Las proyecciones contemplan un crecimiento del ingreso nacional disponible real de 2,3% y 3,1% en el 2023 y el 2024 respectivamente, asociado en el primer año a la evolución del PIB y a una ganancia por términos de intercambio de 0,5%. En el 2024 el resultado del ingreso disponible real 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 un deterioro de 0,2% en la relación de precios de intercambio.

Los servicios de salud constituyen un caso particular, pues de conformidad con el presupuesto para el 2023 de la Caja Costarricense de Seguro Social, se estima una aceleración en la contratación de profesionales en salud y en la compra de bienes y servicios.

Para el 2024 se supone que todas las entidades públicas aplicarán la directriz de contención en las remuneraciones, contratación de nuevas plazas y compra de bienes y servicios, lo que implicaría un crecimiento nulo para esta variable.

3. **Formación bruta de capital fijo.** Aumentaría 3,1% en el 2023 y 4,4% en el 2024 debido, principalmente, a la mayor inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado para actividades de manufactura y servicios, ligeramente compensada por la caída prevista para el 2023 en la inversión en nuevas construcciones tanto privada como pública⁵¹.

En el 2024 se espera la recuperación de la inversión en nuevas construcciones en ambos sectores⁵².

4. **Demanda externa.** Acorde con la evolución prevista para nuestros principales socios comerciales, se espera una moderación del impulso de la demanda externa de bienes (de 6,8% en el 2022 a 5,5% y 4,8% anual en el 2023 y 2024, respectivamente), tanto por productos del régimen definitivo como de los regímenes especiales.

El crecimiento de las exportaciones de servicios en el 2023 (5,9%) estaría ligado al turismo receptor, junto con los servicios empresariales y de información. Esto a pesar del menor dinamismo previsto para el turismo, como consecuencia del entorno económico internacional y de la incertidumbre aún presente en algunas partes del mundo acerca de potenciales endurecimientos de las restricciones sanitarias para contener el contagio de nuevas variantes del COVID -19.

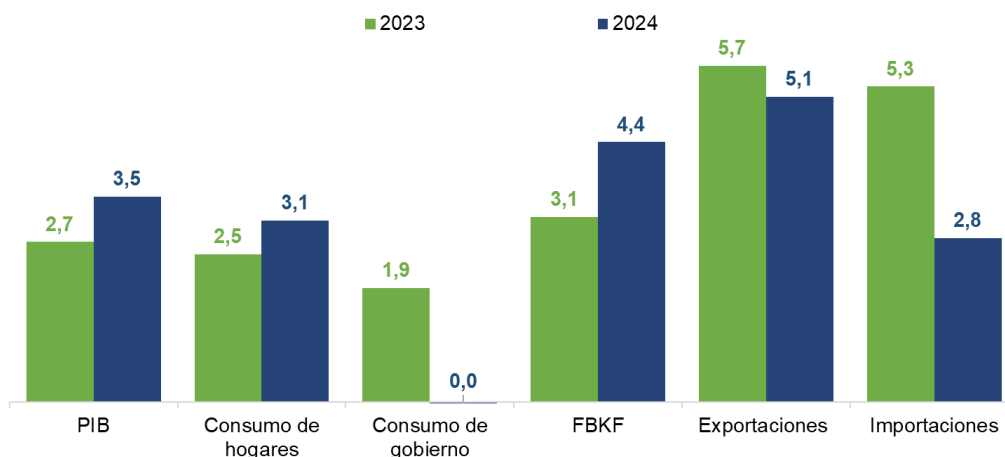
5. **Importaciones.** Dado el desempeño previsto para la demanda interna (consumo e inversión), se espera que el volumen de las importaciones de bienes aumente 5,5% y 2,5% en el 2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, el crecimiento en términos de volumen de las importaciones de servicios se estima en 4,4% y 3,8 % en igual orden y estaría asociado con el turismo emisor, especialmente en el primer año, así como los servicios de transporte de mercancías y los servicios profesionales y de apoyo empresarial en ambos años.

⁵¹ En el 2023 la inversión en nueva construcción privada cae 2,9% debido a una recuperación más lenta de lo previsto de la confianza empresarial y la incertidumbre acerca del incremento en el precio de los insumos de construcción. Por su parte, la inversión pública en nuevas construcciones caería 2,9%, principalmente por la contracción en infraestructura de centros de atención de la salud y proyectos de acueductos y alcantarillados. Estos efectos serían parcialmente compensados por obras en carreteras, caminos y puentes correspondientes a la segunda etapa del Programa Red Vial Cantonal y el Programa de Infraestructura Vial y Promoción de Asociaciones Público-Privadas, así como edificios del Gobierno Central (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).

⁵² En el 2024, se estima un crecimiento de 3,2% en la nueva construcción privada y por primera vez luego de cuatro años consecutivos de caídas, se prevé un crecimiento de 3,3% de la inversión en obra pública, debido a la construcción en carreteras, caminos y puentes (II Etapa Programa Red Vial Cantonal, el Programa de Infraestructura Vial y Promoción de Asociaciones Público-Privadas y el II Programa de Infraestructura Vial) y los proyectos relacionados con el Programa de emergencia para la reconstrucción integral y resiliente de infraestructura.

Gráfico 23. PIB y componentes del gasto: 2023-2024

Variación anual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

Por actividad económica (Gráfico 24), se tiene lo siguiente:

- 1. Servicios empresariales.** Se estima un crecimiento de 5,6% y 6,0% para el 2023-2024, impulsados por la dinámica de las actividades de consultoría en gestión financiera, de apoyo a empresas, publicidad, servicios jurídicos y de contabilidad, así como el mayor impulso de los servicios de alquiler de vehículos y agencias de viajes asociadas a la evolución prevista del ingreso de turistas, especialmente en el 2024.
- 2. Información y comunicaciones.** Se estima una desaceleración en el crecimiento promedio para el bienio 2023-2024 (6,7% contra 13,4% en el 2022). Este comportamiento estaría asociado a la ralentización estimada de la demanda interna y externa por servicios de información, programación y consultoría informática, así como los servicios de telecomunicaciones.
- 3. Hoteles y restaurantes.** El crecimiento del 2023 sería de 7,4%, por debajo del estimado en el IPM de octubre pasado (12,2%). Este desempeño se asocia, principalmente, a la demanda externa de los servicios de hoteles y restaurantes, con un incremento de 11,2% en la cantidad de turistas externos en el 2023 (24,4% en el informe pasado), aunado al crecimiento de la demanda interna por los servicios de restaurantes. El comportamiento de la actividad aún no permitiría alcanzar los niveles prepandémicos en el presente año.

Congruente con la estimación de ingreso de turistas y la demanda interna por estos servicios, para el 2024 se estima un crecimiento de dos dígitos (12,0%), lo cual implicaría una aceleración con respecto al del 2023.

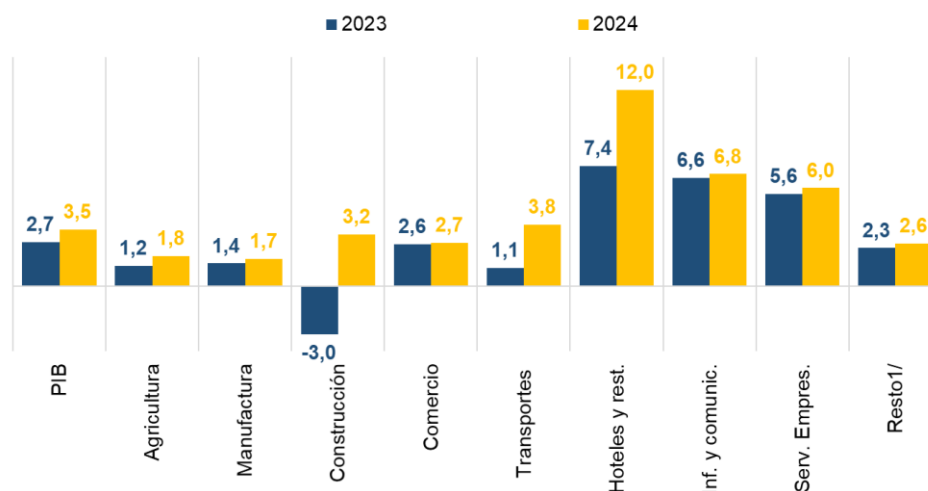
4. **Comercio.** Dado el alto encadenamiento entre el comercio y el resto de la actividad económica (en particular, manufactura y hoteles y restaurantes), para el 2023 se prevé un menor crecimiento para esta industria (2,6%; 3,1% en 2022). Para el 2024, el resultado estimado (2,7%) está acorde con la evolución esperada de la manufactura y de la construcción.
5. **Manufactura.** Para el 2023 se revisó a la baja el crecimiento (1,4% desde 2,2% en el IPM de octubre), consecuente con la evolución prevista para nuestros socios comerciales y el componente interno vinculado con el agro y la construcción. Para el 2024 se espera que la actividad crezca 1,7%, 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.
6. **Transporte.** Para el 2023 se estima un menor crecimiento con respecto al estimado en el informe pasado (1,1% desde 3,4% en octubre), asociado a la ralentización esperada en el flujo de turistas desde el resto del mundo, lo que supone una desaceleración en los servicios de transporte de personas. En el 2024 el crecimiento estimado de 3,8% lleva implícito el comportamiento previsto del ingreso de turistas y el crecimiento de las actividades de apoyo al transporte y los servicios de carga.
7. **Construcción.** La caída estimada para el 2023 (3,0%) estaría explicada tanto por la construcción pública como la privada. La construcción con destino público continuaría con el descenso estimado en el informe pasado, debido a la menor ejecución prevista de proyectos de centros de atención de la salud y de obras relacionadas con acueductos y alcantarillados. En el caso de la construcción con destino privado incidiría la incertidumbre que prevalece en torno a la evolución de la situación económica mundial, así como el efecto del incremento en las tasas de interés, lo cual implica una recuperación más lenta de la confianza empresarial, con el consecuente impacto negativo en las decisiones de nuevos proyectos de inversión.

Para el 2024, adicional a la dinámica de la recuperación esperada de construcción con destino privado privada (3,2%), se infiere un impulso de la inversión pública por la continuación de construcción de carreteras caminos y puentes e infraestructura del Programa de emergencia para la reconstrucción integral y resiliente de infraestructura, lo que implicaría un crecimiento del 2,5%.

8. **Agropecuario.** Se estima un crecimiento medio para el bienio de 1,5% como consecuencia, principalmente, de la recuperación en la producción de banano y piña, favorecida por el incremento de precios en el mercado internacional. A lo anterior se suma el impacto positivo en la producción pecuaria producto de la estabilización en el precio de los insumos.

Gráfico 24. PIB por actividad económica

Variación anual



¹Incluye 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, la reducción en la brecha de las transacciones comerciales del país con el resto del mundo estaría determinado por la menor factura petrolera y el buen desempeño de las exportaciones de bienes y servicios.

Bajo estas condiciones, el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB se ubicaría en el bienio 2023-2024, en promedio, en torno a 3,1% (Gráfico 25.A), relación inferior a la registrada en el 2022 (4,0%). Lo anterior estaría vinculado a la reducción en el déficit de la cuenta de bienes en ambos años de pronóstico (1,3 p.p. del PIB en promedio), movimiento que sería parcialmente compensado por la caída media en el superávit de servicios (0,2 p.p. del PIB) y el incremento medio del déficit del ingreso primario (0,1 p.p. del PIB).

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría niveles promedio con respecto al PIB de 7,7% en el bienio 2023-2024 (9,0% en el 2022). La menor brecha respondería, principalmente, a la desaceleración de las importaciones asociada, en mayor medida, a la reducción en el valor de las compras de hidrocarburos. Adicionalmente, se espera que las ventas externas continúen su buen desempeño, dadas las relocalizaciones de algunas actividades desde el exterior hacia nuestro país, a pesar de la moderación en las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales.

En este contexto, se prevé que en el bienio en comentario el valor de las exportaciones totales crezca a una tasa promedio interanual de 8,8%, con un crecimiento de 11,1% de los regímenes especiales, explicado por el aumento previsto en la cantidad exportada, pues los precios de las exportaciones crecerían cerca de 2,7%, en promedio, durante el bienio.

Por su parte, las importaciones totales crecerían a una tasa interanual promedio de 6,6%, impulsadas, principalmente, por las compras de las empresas adscritas a los regímenes especiales y, en menor grado, las del régimen definitivo sin combustible. En contraste, las proyecciones de los precios de hidrocarburos registrarían una caída.

Particularmente, para la factura petrolera se prevé una reducción media durante el bienio de 1,0 p.p. del PIB en comparación con el 2022 (caída interanual promedio de 9,1%), con lo cual registraría un importe promedio de USD 2.159,4 millones en dicho lapso (Gráfico 25.B). Lo anterior debido al menor precio del barril de la mezcla del producto terminado, que alcanzaría un valor medio cercano a USD 99,1 (USD 119,0 en el 2022), mientras que para la cantidad importada de barriles se estima un incremento promedio en el bienio de 1,8% con respecto al 2022.

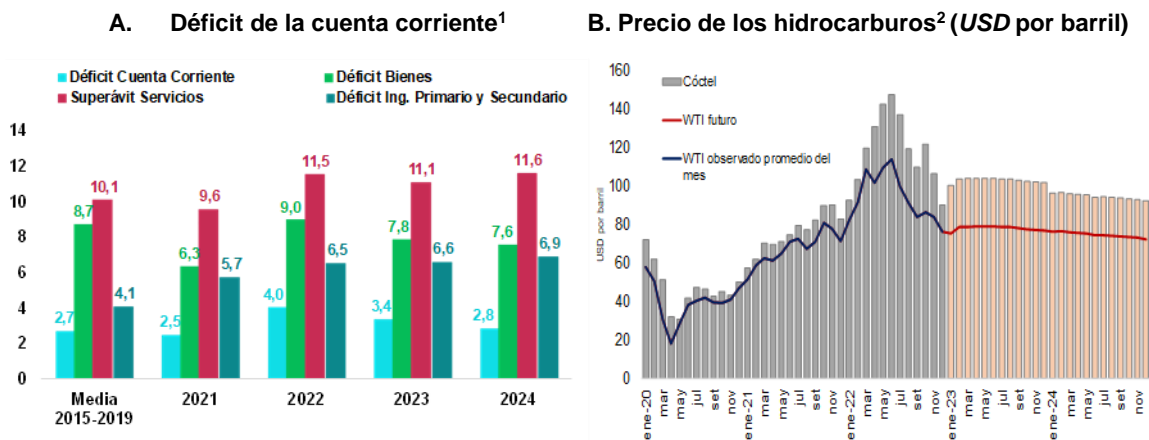
El superávit de la cuenta de servicios alcanzaría una relación media con respecto al PIB de 11,3%, cifra inferior a la registrada en el 2022. Durante este período destacaría el comportamiento de la cuenta de viajes, con una variación interanual esperada de 20,9% en promedio, mientras que para los servicios de apoyo empresarial y del grupo conformado por telecomunicaciones, informática e información se estima una moderación en sus tasas de crecimiento.

Particularmente, la cuenta de viajes continuaría con su recuperación, luego de mostrar un alto crecimiento en el 2022 (87,7%) y al finalizar el bienio su relación con respecto al PIB se ubicaría en 3,8%, cifra superior a la lograda en el 2022 (3,2%), pero inferior a los niveles observados en el quinquenio que culminó en el 2019 (4,6% en promedio).

Las estimaciones para la cuenta de ingreso primario indican para el final del bienio un incremento en el déficit en relación con el 2022 (0,2 p.p. del PIB), hasta alcanzar un nivel con respecto al PIB cercano a 7,6%. Lo anterior como resultado, principalmente, del incremento en el saldo de la deuda pública externa y de tasas de interés más elevadas y, en menor medida, del aumento en la renta de la inversión directa.

Gráfico 25. Déficit de la cuenta corriente según componentes y precio de los hidrocarburos

Porcentaje del PIB



¹Cifras preliminares para el 2021 y 2022 y proyecciones para el 2023 y 2024.

²Cifras de enero del 2023 a diciembre del 2024 estimadas con información de futuros al 16 de enero del 2023.

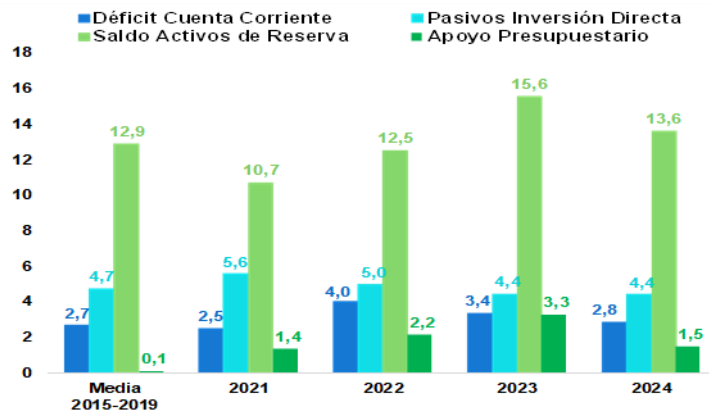
Fuente: Banco Central de Costa Rica, Bloomberg y Recope.

En el 2023 el país registraría un aumento en los flujos de ahorro externo con respecto al 2022, lo cual permitiría una acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo en torno a 15,6% del PIB. No obstante, en el 2024 dichos flujos financieros se reducirían lo que, en conjunto con el resultado de la cuenta corriente, conllevaría a una reducción de los activos de reserva cercana a 2,0 p.p. del PIB.

En la cuenta financiera (Gráfico 26) se estima para el 2023 un ingreso neto de recursos cercano al 7,9% del PIB, superior al resultado observado en el 2022 (6,6% del PIB). Este financiamiento estaría dirigido tanto hacia el sector público (5,0% del PIB) como al sector privado (2,9% del PIB).

Gráfico 26. 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.

En lo que respecta al sector público, en el 2023 se tienen programados desembolsos al Gobierno General por USD 6.039,1 millones, dentro de los cuales destacan dos colocaciones de títulos valores en el exterior por un monto conjunto de USD 3.000 millones, así como créditos de apoyo presupuestario y vinculados a proyectos por USD 2.556,8 millones y USD 482,3 millones, respectivamente.

El Gobierno General tiene prevista la cancelación de títulos de la deuda pública externa y otras obligaciones contractuales por USD 1.228,4 millones, mientras que el Banco Central realizaría la primera amortización (por USD 137,5 millones) del préstamo otorgado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

En el sector privado sobresalen los flujos de inversión directa, principalmente de la industria manufacturera y, en especial, de empresas dedicadas a la producción de dispositivos médicos y de alta tecnología. Para el próximo bienio estos flujos registrarían una participación media con respecto al PIB cercana al 4,4%, inferior a la del 2022 (5,0%) y al quinquenio que concluyó en el 2019 (4,7% del PIB).

Para el 2024, los inlfujos netos de recursos serían inferiores a los del año previo en virtud de un menor financiamiento externo para el Gobierno General, el cual se ubicaría en términos netos cercano a USD 2.527 millones, aunado a los vencimientos contractuales

del BCCR por USD 550 millones al FLAR. Como consecuencia, los recursos netos canalizados al país serían insuficientes para financiar la totalidad de la brecha negativa de la cuenta corriente, lo que generaría una reducción de activos de reserva de USD 878 millones. No obstante, su nivel se ubicaría en torno al 13,6% del PIB (Gráfico 23), acervo considerado suficiente a partir de los parámetros internacionales de reservas adecuadas para una economía pequeña y abierta y con un régimen cambiario de flotación administrada, como la costarricense.

En el bienio 2023-2024 las finanzas públicas continuarían en la senda hacia la sostenibilidad, aunque para el 2023 se prevé un resultado financiero menos favorable en comparación con el año previo, dada la mayor erogación por intereses y la ausencia del ingreso extraordinario asociado a los órganos desconcentrados presente en el 2022.

De acuerdo con los supuestos y condiciones macroeconómicas incluidas en este Informe, el Ministerio de Hacienda⁵³ 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 en el 2024 a 1,9% y 3,0%, en igual orden (Gráfico 27.A).

Los ingresos tributarios crecerían a una tasa promedio anual de 6,1% en este bienio y ubicarían la carga tributaria en 14,3% del PIB. Cabe recordar que el 2022 contempló el ingreso extraordinario y por una única vez asociado a las transferencias de los OD al Gobierno Central antes comentadas y que ascendieron a 0,5% del PIB.

En materia de gastos, el ejercicio supone la aplicación de la regla fiscal sobre los gastos totales. Así, el gasto total como razón del PIB pasaría de 19,1% en 2022 a 19,6% y 18,9% en 2023 y en 2024, respectivamente. Así, los cambios proyectados son moderados, por lo que continuaría la generación de superávit primarios, que permitirían ubicar el requerimiento anual de financiamiento, en promedio, en torno al 9,5% del PIB en dicho periodo (Gráfico 27.B); este comportamiento es crítico en el proceso hacia la sostenibilidad de la deuda.

Aunque la relación deuda a PIB sube ligeramente en este bienio (Gráfico 27.C), influida por el efecto de las dos colocaciones de deuda en los mercados externos supuesta para el 2023⁵⁴, el comportamiento decreciente retornaría en los siguientes años, toda vez que estas proyecciones parten de la aplicación de la regla fiscal y el cumplimiento de los compromisos establecidos en el Convenio con el FMI y de aquellos dispuestos en la Ley 10.332, que permite la emisión de títulos de deuda externa.

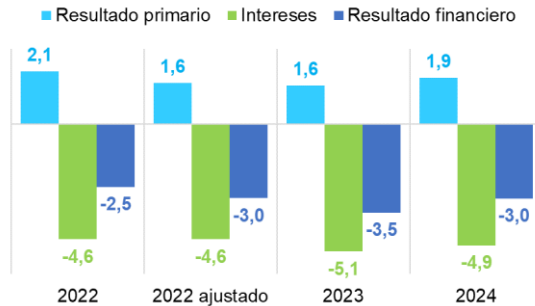
⁵³ Son proyecciones preliminares del escenario base para el Gobierno Central preparado por el Ministerio de Hacienda y que aún se encuentra en proceso.

⁵⁴ Supone la colocación de USD 3.000 millones en el 2023 y USD 1.000 millones al año en 2024 y 2025. Además, contempla los desembolsos de los créditos de apoyo presupuestario con organismos multilaterales.

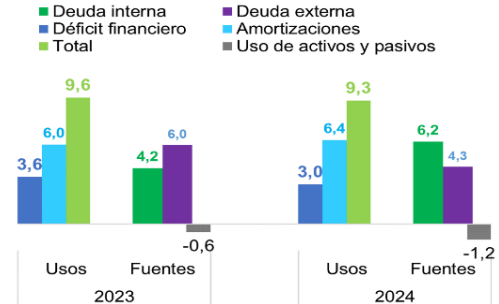
Gráfico 27. Proyecciones fiscales (Gobierno Central)

Porcentaje del PIB

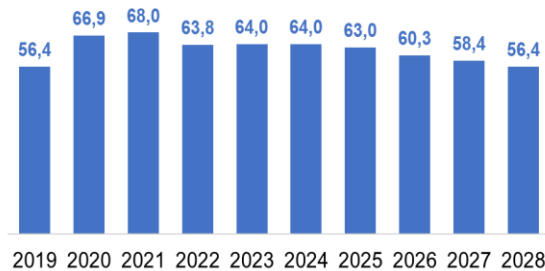
A. Resultado financiero, primario e intereses^{1, 2}



B. Fuentes y usos del financiamiento neto¹



C. Razón de deuda a PIB¹



^{1/} Estimaciones preliminares provenientes de un ejercicio en proceso realizado 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.

El comportamiento a la baja de la inflación continuaría en el 2023 y permitiría su retorno al rango de tolerancia alrededor de la meta en el último trimestre del 2023 para el caso de la inflación general y, en el primer semestre del 2024 para la inflación subyacente.

En el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria, que comprende los ocho trimestres que van desde el primero del 2023 hasta el cuarto del 2024, los niveles de la trayectoria de la inflación general y la subyacente son menores a los estimados en el Informe de Política Monetaria de octubre del 2022, con un balance de riesgos que se mantiene con mayor probabilidad al alza⁵⁵. 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.).

⁵⁵ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a enero 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.

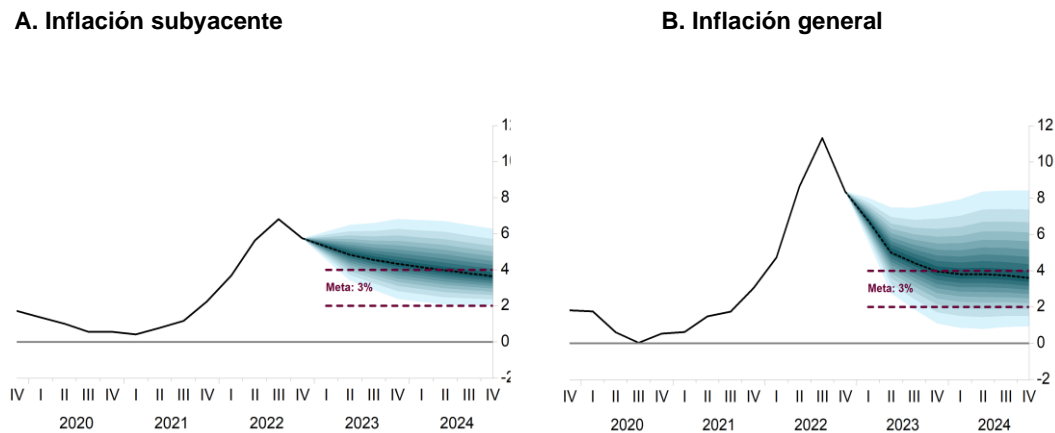
Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, continuarían una trayectoria decreciente, por lo cual la probabilidad de que se manifiesten efectos de segunda ronda se reduce. Esto debido a que los choques externos tienden a moderarse y, además, a las acciones de política monetaria adoptadas por el BCCR.

Ello conduciría a que la inflación subyacente⁵⁶ se ubique en promedio en torno a 4,7% en el 2023 y 3,9% en el 2024. Estas tasas se reducen en 0,9 y 0,1 p.p. con respecto a las proyecciones del informe de octubre pasado (Gráfico 28.A). Se proyecta que la brecha de producto, otro determinante macroeconómico de la inflación, se mantendría en un valor negativo, lo que contribuye a la desaceleración en la inflación.

Por su parte, la inflación general se ubicará en promedio alrededor de 5,0% en el 2023 y en 3,7% en el 2024, inferiores en promedio en 0,5 p.p. a lo incorporado en el informe previo (Gráfico 28.B).

Se espera que los efectos de choques externos previamente comentados continúen en proceso de disipación en el 2023 y que la inflación, general se encuentre en el rango de tolerancia con respecto a la meta a finales del 2023 y la subyacente lo haga en la primera mitad del 2024.

Gráfico 28. Proyección de inflación
Variación interanual en porcentajes ¹



¹ Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y de la inflación general medida por el Índice de Precios al Consumidor a lo largo del horizonte de proyección. 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

⁵⁶ La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda y sobre las cuales tiene efecto la política monetaria.

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, del sector externo y el financiamiento neto requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crezca en torno a 4,6% en el 2023 y 2,7% en el 2024. Estos crecimientos del ahorro consideran los supuestos de ingreso de los créditos de apoyo presupuestario para el Gobierno y la colocación de títulos de deuda soberana en los mercados internacionales previstos en este ejercicio.

Según los supuestos de crecimiento de la actividad económica para el 2023 y el 2024, la meta de inflación, ampliamente discutidos en secciones anteriores, la disponibilidad prevista de fondos prestables por parte de los intermediarios financieros permitiría una expansión anual del crédito al sector privado de 5,0% en el 2023 y 5,6% en el 2024. Este aumento sería impulsado por las colocaciones en moneda nacional toda vez que se supone que continúa la desdolarización relativa observada en los últimos años en el crédito total.

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

Cuadro 4. Principales variables macroeconómicas

	IPM enero 2023			IPM octubre 2022	
	2022 <i>est</i>	2023 <i>proy</i>	2024 <i>proy</i>	2022 <i>proy</i>	2023 <i>proy</i>
PIB crecimiento real	4,3	2,7	3,5	4,3	2,7
Cuenta corriente de la Balanza de Pagos (% del PIB)	-4,0	-3,4	-2,8	-4,6	-4,1
Saldo activos de reserva (% del PIB)	12,5	15,6	13,6	11,8	13,0
Gobierno Central (% del PIB)					
Resultado financiero ¹	-2,5	-3,5	-3,0	-3,4	-3,6
Resultado primario ¹	2,1	1,6	1,9	1,3	1,5
Variación interanual del IPC ²	7,7	4,0	3,6	9,3	4,5
Agregados monetarios y crédito (variación %) ^{3/}					
Liquidez total (M3)	4,2	5,6	6,4	6,8	5,7
Riqueza financiera total	6,2	4,6	2,7	4,5	3,9
Crédito al sector privado	5,9	5,0	5,6	5,0	3,4
Moneda nacional	8,0	6,3	7,2	8,0	5,3
Moneda extranjera	2,3	2,5	2,5	0,0	0,0

¹Para el periodo 2022-2023 corresponde a proyecciones del Ministerio de Hacienda.

²Para el lapso 2022-2023 corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año.

³La valoración de la moneda extranjera no contempla el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2023-2024 incorpora la mejor información disponible a enero 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 sobresalen el rebrote de Covid-19 en China, el agravamiento de los conflictos internacionales, la persistencia de las presiones inflacionarias y de políticas monetarias más restrictivas, factores que podrían conllevar a una desaceleración de la actividad económica mundial mayor a la prevista en este ejercicio.

En diciembre pasado China flexibilizó su estricta política “Cero COVID” de los últimos tres años para controlar la pandemia en medio de un rebrote del virus, manifiesto en un aumento del número de casos y muertes. Por ejemplo, se retorna a la normalidad de los viajes internacionales, lo que genera preocupación en otras partes del mundo por el riesgo de que puedan propagar el COVID-19, tal como ocurrió a inicios del 2020. Ello podría implicar volver a imponer restricciones a la movilidad, entre otras medidas sanitarias, con efectos negativos sobre la actividad económica. Esta situación ha llevado a que Estados Unidos y varias naciones europeas y asiáticas impongan controles sanitarios a pasajeros procedentes de China.

Por otra parte, a casi un año del inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (febrero del 2022), no se descarta un aumento en la intensidad del conflicto entre esos países y que ello desencadene nuevos problemas internacionales, con presiones al alza en los precios de las materias primas, sobre todo en los precios de los alimentos y de la energía.

Lo anterior incrementaría la probabilidad de que la zona del euro caiga en recesión, con consecuencias para el desempeño económico del resto del mundo, y que se generen presiones al alza en la inflación.

Si bien algunas economías registraron una desaceleración de la inflación en meses recientes, todavía las presiones inflacionarias globales continúan elevadas. La evolución de esta variable, así como las acciones de los principales bancos centrales para controlarla, podrían llevar a una política monetaria más contractiva que la supuesta en este ejercicio, con lo cual se deteriorarían las condiciones financieras mundiales y elevarían el costo del endeudamiento externo. Lo anterior añadiría presión a la baja sobre la actividad económica mundial, posibles movimientos en los flujos de capitales y en los tipos de cambio.

A mediano y largo plazo también están presentes los riesgos asociados al calentamiento global, con el consiguiente impacto negativo en la economía mundial.

En el contexto anterior, el crecimiento de la economía mundial y, en especial el de nuestros principales socios comerciales, podría ser inferior a lo estimado y ello 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 se identifican riesgos asociados con una convergencia de las expectativas de inflación a la meta más lenta de lo estimado, así como una mayor demanda de divisas de las operadoras de pensiones y un menor acceso al ahorro externo en relación con lo programado.

Un proceso de convergencia de las expectativas de inflación a la meta de inflación más lento de lo contemplado en el horizonte de proyección requeriría de una política monetaria más restrictiva para evitar que el desvío entre dichos conceptos (expectativas y meta) distorsione la formación de precios y, de esta forma, retrase la reducción de la inflación, pero con posibles efectos adversos sobre la actividad económica en el corto plazo.

Una vez que se complete la transmisión de los aumentos en la TPM sobre el resto de las tasas del sistema financiero, el crecimiento de la producción local podría ser inferior a lo proyectado. Ello 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) superiores a los supuestos en este ejercicio podrían generar presiones en el tipo de cambio con impacto al alza sobre la inflación.

La presión en el mercado cambiario se puede acentuar si la estrategia de compra de activos financieros por parte de las operadoras de pensiones se torna de nuevo más intensiva en moneda extranjera o por un ingreso de créditos externos multilaterales de apoyo presupuestario inferior al monto programado en estas proyecciones macroeconómicas.

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 lo que respecta a la pandemia del COVID-19, el riesgo es ahora mayor que lo incorporado desde abril del 2022, debido al fin de las restricciones sanitarias por parte de China ya comentadas. Un rebrote de la pandemia restaría dinamismo a la actividad económica y generaría a su vez presiones a la baja en la inflación.

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 como 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, continuará con 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, el Banco Central mantendrá su participación en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento del mercado cambiario y, con ello contribuyan al proceso ordenado de formación de precios.