



Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2023

Investigación

Análisis monetario de la economía costarricense en el 2022 y primeros meses del 2023

Investigador:

Juan Carlos García Vargas

2023 | San José



336.012
G216a

García Vargas, Juan Carlos
Análisis monetario de la economía costarricense en el 2022 y primeros
meses del 2023 / Juan Carlos García Vargas. -- Datos electrónicos (1 archivo :
900 kb). -- San José, C.R. : CONARE - PEN, 2023.

ISBN 978-9930-618-80-6

Formato PDF, 51 páginas.

Investigación para el Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano
Sostenible 2023.

1. ECONOMÍA. 2. POLÍTICA ECONÓMICA. 3. INDICADORES ECO-
NÓMICOS. 4. INFLACIÓN. 5. FINANZAS. 6. COSTA RICA. I. Título.



Contenido

Descargo de responsabilidad	4
Introducción.....	4
Contexto económico del análisis.....	5
Inflación	10
Valoración general de la evolución de la inflación en el 2022 y 2023	10
Inflación general y por componentes.....	11
Efectos de la inflación en la población según su nivel de ingreso.....	13
Precios de las materias primas en los mercados internacionales y su efecto en la inflación.....	18
Precios al productor y diferencias entre bienes y servicios	21
Bienes y servicios regulados y no regulados	23
Efecto de las variaciones cambiarias en la inflación	28
Expectativas de inflación	30
Política monetaria, agregados monetarios y tipo de cambio.....	32
Valoración general de la evolución de los agregados monetarios y tipo de cambio en el 2022 y 2023	32
Efecto de la política monetaria en las tasas de interés, crédito, ahorro y liquidez	33
Tipo de cambio nominal y tipo de cambio efectivo real multilateral	36
Balanza de pagos y los factores que explican los flujos de divisas.....	40
Mercado cambiario minorista y participación del BCCR en el mercado mayorista.....	44
Expectativas de variación cambiaria	48
Bibliografía	50

Descargo de responsabilidad

Esta Investigación se realizó para el *Informe Estado de la Nación 2023*. El contenido de la ponencia es responsabilidad exclusiva de su autor, y las cifras pueden no coincidir con las consignadas en el *Informe Estado de la Nación 2023* en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Aplicación de formato: Ileana Jiménez Ardón.

Introducción

En los últimos 5 años el mundo ha vivido en un entorno cambiante e incierto. Desde el 2018 la economía mundial presentaba dificultades para crecer de forma equilibrada y sostenida en todas las regiones. La situación se agravó con la aparición de la pandemia de covid-19 desde finales del 2019 que condujo nuevamente a una recesión mundial. Este nuevo contexto recesivo dejó como resultado economías más débiles desde el punto de vista fiscal y en su capacidad para recuperar la senda de crecimiento, mercados financieros más volátiles y personas y empresas con niveles de confianza bajos y cada vez más cautelosos.

Los estímulos monetarios y fiscales adoptados a nivel global, durante y después de la pandemia, permitieron una mayor actividad económica partir del 2021, pero con un alto costo en términos de inflación al estimular la demanda sin que se hubiera recuperado completamente la capacidad productiva. El aumento en la inflación mundial en el 2022 originado en los precios de las materias primas y en los costos de transporte, dio un nuevo giro a la política monetaria llevando a los bancos centrales de las economías avanzadas a tomar posiciones contractivas en defensa de sus objetivos de inflación.

En respuesta a ello, los bancos centrales de las economías más pequeñas reaccionaron acorde con este nuevo entorno ajustando también sus políticas, cada uno a su propio ritmo, con el objetivo no solo de detener la inflación, sino que también para contrarrestar los efectos que provocan las diferencias en las tasas de interés en los movimientos de capitales y otras variables económicas.

Costa Rica no fue la excepción y el cambio de dirección en la política monetaria local desde finales del 2021 ha tenido consecuencias inmediatas en la inflación, tipo de cambio, expectativas, ahorro, dinámica de los mercados y flujos de capitales.

No cabe duda de que la inestabilidad económica tiene efectos sociales en ambas direcciones. Precisamente el análisis que se contiene en esta ponencia tiene el propósito de contribuir a la discusión sobre los efectos sociales derivados de la inestabilidad de algunos macroprecios en la economía costarricense y los cambios de dirección de la política monetaria en los últimos dos años.

Con esta intención, el documento aborda en una primera sección el análisis de las tendencias en la inflación y las señales que se desprenden de los componentes del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y otras agrupaciones. Posteriormente, se analizan los efectos de los cambios en la política monetaria y su relación con la evolución de los agregados monetarios y del tipo de cambio entre el 2022 y el 2023.

Esta ponencia utiliza datos de carácter público y que se encontraban disponibles en junio del 2023.

Contexto económico del análisis

En los últimos 5 años el contexto económico mundial ha sido cambiante e incierto y ha implicado retos en cuanto al manejo de la política monetaria.

En el 2018 el PIB mundial estaba creciendo cerca de 3,6%, pero este crecimiento no era equilibrado en las diferentes regiones. Mientras Estados Unidos mantenía un buen ritmo de crecimiento, en Europa, Japón y Reino Unido el crecimiento era modesto y con riesgos de desaceleración. En las economías emergentes, entre ellas las de América Latina, las proyecciones de crecimiento apuntaban a una desaceleración, particularmente en las economías importadoras de materias primas y en las que tenían desbalances fiscales que no les permitían estimular el crecimiento por la vía del gasto público.

En ese momento había dos factores de riesgo para el crecimiento económico. Uno fue la revisión de acuerdos comerciales y la imposición, por parte de Estados Unidos, de tarifas y aranceles al comercio, en especial a los productos que importaba desde China. En respuesta a esto, otros países impusieron medidas proteccionistas, que, en conjunto, encarecieron el comercio a nivel global y generaron un ambiente pesimista para el comercio y la inversión, situación que se extendió al 2019 inclusive. Por otro lado, la inminente salida del Reino Unido de la Unión Europea a partir del 2020 tensó el entorno político y económico en Europa principalmente.

La inflación mundial empezó a aumentar en el 2019 por una combinación de factores. Por un lado, los estímulos monetarios y fiscales adoptados desde el 2017 provocaron algunas presiones de demanda. Por otro, las restricciones comerciales y la menor capacidad de producción se reflejaron en precios más altos de petróleo, metales y alimentos en los mercados internacionales. Esto obligó a los bancos centrales de las economías avanzadas a aumentar paulatinamente las tasas de interés y revertir la política monetaria expansiva, con lo que se contuvo parcialmente la inflación.

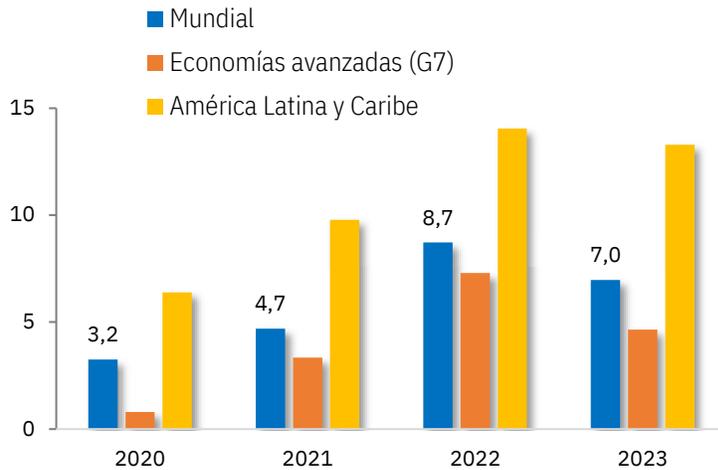
Posteriormente, en el 2020, la pandemia de Covid-19 y las medidas de restricción a la movilidad de las personas, contrajeron fuertemente la economía global con una consecuente pérdida de empleos. Para atender los efectos económicos de la pandemia, los gobiernos que tenían posiciones fiscales favorables activaron medidas de estímulo fiscal mediante recortes de impuestos y subsidios. Sin embargo, la recaudación se contrajo a causa de la recesión económica, los desbalances fiscales se hicieron más grandes y se cerraron los espacios para incentivar la actividad económica por la vía del gasto público.

En lo monetario, los bancos centrales adoptaron políticas monetarias expansivas y mecanismos para otorgar liquidez a los mercados financieros, algunos de los cuales se extendieron hasta el 2021 inclusive. Pero, como es de esperar, políticas de este tipo sostenidas por períodos prolongados pueden generar desequilibrios económicos.

Por ejemplo, los excedentes de liquidez tienen el potencial de convertirse en inflación si no son contraídos a tiempo o bien, las diferencias en las tasas de interés y la búsqueda de rendimientos

pueden provocar traslados de capitales entre las economías avanzadas y emergentes, con cambios consecuentes en la valoración de sus monedas.

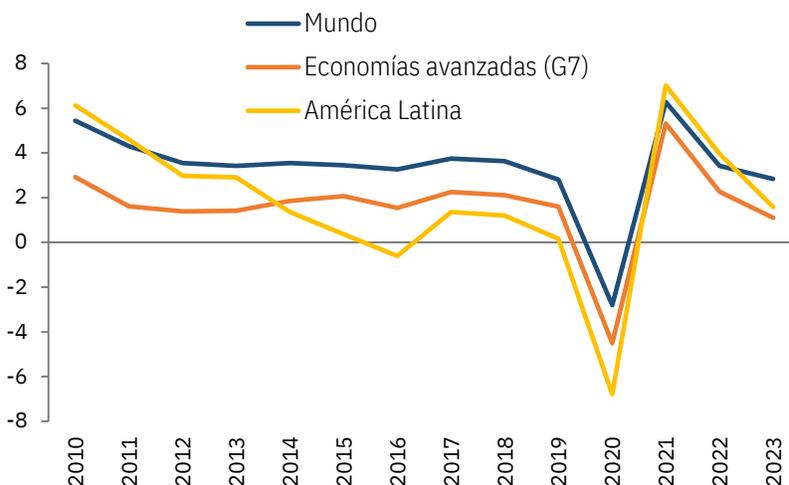
Gráfico 1
Inflación mundial según el índice de precios al consumidor
(variación anual en porcentaje)



Nota: variaciones anuales de precios al consumidor corresponden al promedio de cada período y estimado para el 2023 según el Informe Perspectivas de la Economía Mundial, abril del 2023.

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Gráfico 2
Crecimiento del PIB mundial
(variación anual en porcentaje)



Nota: la variación del PIB del 2023 es lo estimado para el 2023 según el Informe Perspectivas de la Economía Mundial, abril del 2023.

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

En efecto, la inflación global se mantuvo al alza en el 2021 y 2022 alcanzando niveles vistos por última vez en el 2008. Además de los excedentes de liquidez y las bajas tasas de interés, hubo otros factores que desencadenaron el aumento en los precios. Por un lado, los subsidios otorgados en los países avanzados para incentivar el gasto y los resabios de la pandemia hicieron que muchas personas salieran del mercado laboral. Esto dificultó reestablecer los puestos de trabajo y encareció los salarios. Por otro lado, los rezagos de las restricciones comerciales que se venían arrastrando desde el 2018, la imposibilidad de transportar algunas mercancías durante la pandemia y el aumento en los costos de transporte, impusieron un costo adicional a algunos bienes y servicios.

Un tercer factor estaba asociado con el aumento en los precios internacionales de las materias primas, el cual tuvo origen en tres factores principalmente: 1) el aumento de la demanda que se dio cuando la actividad económica global se recuperó después de la pandemia, 2) la capacidad de producción seguía siendo limitada para enfrentar la demanda y 3) el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania a partir de febrero del 2022.

Inicialmente el choque en los precios de las materias primas se consideraba temporal, pero el conflicto bélico alimentó expectativas de restricciones en la oferta, lo que hizo más persistente el efecto. Ante este nuevo escenario, los bancos centrales de las economías avanzadas dieron un giro a la política monetaria e iniciaron a principios del 2022 un nuevo ciclo de aumentos en las tasas de interés de política.

Desde entonces, la inflación internacional ha tendido a la baja, pero, en términos generales sigue por encima de los objetivos de inflación. Por esta razón, bancos centrales siguen mantenido sus políticas monetarias contractivas. Por ejemplo, en junio del 2023 el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) no hizo cambios en su tasa de política, pero tampoco vislumbra una reducción de ella en el corto plazo. En Europa, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra aumentaron su tasa de política en junio. Por su parte, en América Latina, algunos países continuaron aumentando la tasa de política durante el 2023 (Colombia y México, entre ellos).

Hacia el futuro, las proyecciones de crecimiento económico contenidas en el Informe de Perspectivas de la Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI, abril del 2023) indican que esta crecería 2,8% en el 2023 y 3% en el 2024. En el caso de la inflación, esta continuará reduciéndose, pero lo hará lentamente y terminaría el 2023 en una tasa del 7% y de 4,9% a finales del 2024. Por el momento, la inflación en las economías avanzadas se encuentra fuera del rango meta y esto condiciona lo que pueden hacer las economías de América Latina con su política monetaria ya que, una rebaja en las tasas de interés podría provocar salidas de capitales y con esto inestabilidad en sus monedas.

El contexto externo descrito antes, ha tenido repercusiones en Costa Rica que han condicionado el desempeño económico, la tendencia de algunos indicadores económicos relevantes y la política monetaria por parte del BCCR. En este sentido, es preciso recordar que Costa Rica es una economía pequeña y abierta que no puede influir en los precios externos y que esta condición supedita la reacción del país ante los choques externas.

Durante el 2020 y 2021 Costa Rica también se vio afectada severamente por la pandemia. El PIB del 2020 se contrajo 4,3% en términos reales con respecto al 2019 y el desempleo superó el 20% al terminar el 2020. El desbalance fiscal que Costa Rica viene arrastrando desde el 2008, limitó

la capacidad del país para enfrentar la pandemia mediante estímulos fiscales prolongados. En el campo monetario, el BCCR dio continuidad a la política monetaria expansiva que venía aplicando desde mediados del 2019 y redujo la tasa de política hasta 0,75% en el segundo semestre del 2020.

Esto favoreció la recuperación de la economía, que creció 7,8% en el 2021. No obstante, este crecimiento no ha sido equilibrado. Desde entonces ha habido diferencias importantes entre actividades económicas y el desempleo sigue siendo alto (9,6% en junio del 2023) particularmente en algunas poblaciones vulnerables.

A consecuencia de la pandemia, también se detuvieron los flujos de divisas al país por turismo e inversión directa y esto se reflejó en una menor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario que contribuyó a que el tipo de cambio aumentara. Dos factores más influyeron en la depreciación del colón que se extendió hasta mediados del 2022: 1) el premio negativo por ahorro en colones producto de la política monetaria expansiva y 2) el mayor requerimiento de divisas por parte del sector público no bancario para la importación de materias primas, principalmente combustibles.

El 2022 planteó nuevos retos para el país. Por un lado, la inflación en Costa Rica aumentó considerablemente a consecuencia del traslado del choque externo en los precios de las materias primas y del aumento en el tipo de cambio. A su vez, el aumento en las tasas de interés externas planteaba un riesgo para la economía en tanto que los diferenciales de tasas podrían provocar una mayor salida de divisas. De manera que ambos factores condujeron al BCCR a adoptar una política monetaria restrictiva.

En este nuevo contexto, la economía costarricense ha crecido lentamente entre el 2022 y el 2023, y se ha caracterizado por tener: condiciones de liquidez holgadas, tipo de cambio variable, pocas presiones de demanda interna, contención del gasto público, bajos niveles de confianza y una inflación que tiende a la baja después del fuerte aumento del 2022.

El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE tendencia ciclo) aumentó 6,4% en junio del 2023 con respecto a junio del 2022. Las actividades que han aportado más han sido: manufactura (2 puntos porcentuales), construcción (1,8 puntos porcentuales) y servicios profesionales (1,5 puntos porcentuales). Ha destacado el crecimiento de las empresas en zonas francas, mayormente exportadoras, en las industrias de implementos médicos, servicios profesionales y de desarrollo informático. Este régimen de comercio creció un 22,5% en ese mismo lapso.

Por su parte, el régimen definitivo, que incluye sobre todo actividades económicas para consumo local, creció 3,6% en junio del 2023, con una marcada diferencia en favor de la construcción y los servicios. De hecho, entre abril y junio del 2023, el aporte al IMAE del régimen definitivo ha aumentado de manera importante.

Se están recuperando los servicios vinculados al turismo, los cuales se habían visto afectados negativamente por la pandemia de Covid-19. La construcción, creció por tercer mes consecutivo, esta vez un 26,2% con respecto a junio del 2022. La mayor actividad ha sido en la construcción del sector privado tanto con fines residenciales y comerciales.

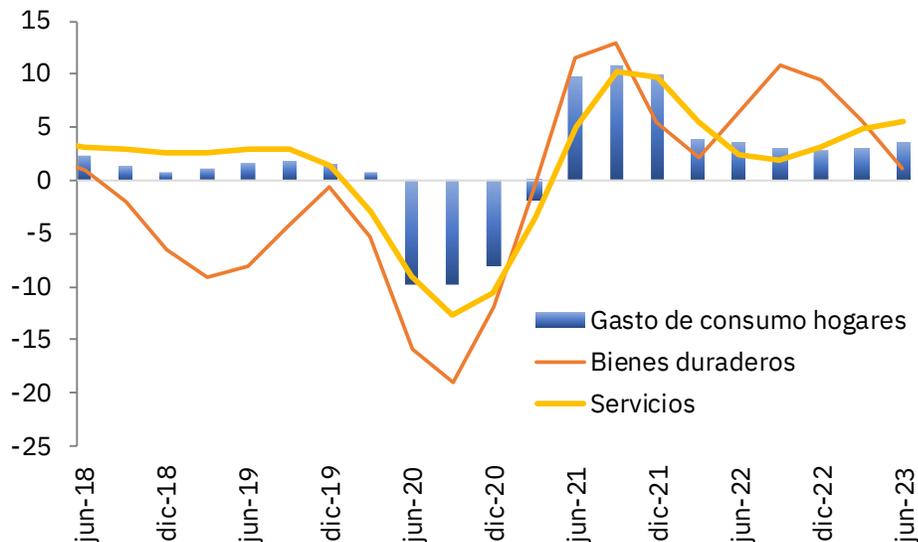
A pesar del aumento en la demanda externa y la recuperación reciente de algunas actividades económicas del régimen definitivo, la actividad interna ha crecido en los últimos dos años a tasas moderadas que han sido insuficientes para generar puestos de trabajo para toda la población y reducir con ello el desempleo.

El gasto de consumo de los hogares, que es uno de sus principales componentes y que constituye cerca del 61% del PIB de Costa Rica, ha crecido en promedio un 3,3% entre el 2022 y el 2023 (a partir de las variaciones trimestrales). Esto refleja la poca disposición de las familias a comprar bienes duraderos, tales como: muebles, electrodomésticos, vehículos, artículos electrónicos.

Sin duda, los bajos niveles de confianza, que no se han recuperado después de la pandemia, las altas tasas de desempleo y la percepción de incertidumbre económica, en parte debido a la variabilidad de tasas de interés, inflación y tipo de cambio, son factores que han limitado la capacidad y el deseo de la población para adquirir estos bienes. La prioridad sigue siendo los bienes de primera necesidad y servicios.

Gráfico 3

Variación del gasto de consumo de los hogares, bienes duraderos y servicios
(en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Finalmente, de acuerdo con las proyecciones del Banco Central de Costa Rica (BCCR) (Informe de Política Monetaria de abril del 2023), el crecimiento del PIB en el 2023 y 2024 vendría principalmente por efecto de la demanda interna y no se vislumbran presiones de demanda a nivel local que desvíen sustancialmente la inflación del rango meta del BCCR. El consumo de hogares, por ejemplo, aumentaría 3,2% y 3,8% en el 2023 y 2024. El consumo de Gobierno por su parte seguirá teniendo bajo crecimiento y congruente con los esfuerzos de restricción del gasto público (1,2% y 0% en ambos años).

De manera que, en tanto no existan choques externos que desvíen la tendencia de los precios, la inflación en Costa Rica se mantendrá baja por lo que resta del 2023. Aun así, dado que las tasas de interés externas siguen siendo altas, el BCCR tendría limitado su espacio para reducir aceleradamente la tasa de política monetaria. De hacerlo, podría provocar diferencias en las tasas de interés que inducirían a la salida de capitales.

Inflación

Valoración general de la evolución de la inflación en el 2022 y 2023

El aumento de la inflación en Costa Rica durante el 2022 tuvo principalmente un origen externo, relacionado con los precios internacionales de las materias primas. A nivel interno contribuyó también el aumento en el tipo de cambio en ese lapso. Este período de alta inflación tuvo un efecto negativo en los salarios reales, los cuales se han visto afectados también por las condiciones poco favorables en el mercado laboral costarricense y la restricción fiscal que ha congelado salarios en el sector público.

Tal como ha ocurrido en períodos anteriores de alta inflación, los estratos de ingreso bajo son los que han enfrentado variaciones mayores en los precios cuando la inflación ha subido y se han ajustado más lentamente hacia la baja. Esto se debe a las diferencias en la composición y concentración de sus canastas de consumo, las cuales están concentradas principalmente en alimentos y otros bienes y servicios de primera necesidad.

La transmisión de estos eventos recientes hacia los precios locales reveló que los bienes y servicios regulados se ajustaron más rápidamente y que estos efectos de traspaso los expone a una mayor variabilidad que afecta sobre todo a los estratos de ingresos más bajos.

Por otro lado, las variaciones en el tipo de cambio han tenido un efecto relevante en los precios de los bienes, particularmente los importados y en los artículos regulados del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Esto es importante porque ellos generan efectos de segunda ronda e inciden en las expectativas de inflación. En los bienes y servicios no transables, la disminución reciente el tipo de cambio se trasladó más lentamente en comparación con los aumentos, lo que también ha perjudicado a los estratos de menor ingreso.

Por origen externo de la inflación en el 2022, los índices de precios al productor y de materias primas importadas anticiparon los cambios en las tendencias de precios a nivel local y en adelante se convierten en una herramienta fundamental en la formación de expectativas de inflación y en la toma de decisiones de política monetaria. En el caso de los servicios, los precios al consumidor final aumentaron menos en comparación con los bienes, lo que sugiere que los productores de servicios asumieron parte del aumento en los precios que enfrentaron el año pasado, no solo por la débil demanda interna sino también por las expectativas de reducción en la inflación en el corto plazo.

También puede concluirse que la inflación alta del 2022 afectó la percepción de las personas sobre las condiciones económicas actuales y futuras. Aunque las expectativas de inflación han convergido a la meta, esto es insuficiente para considerarlas ancladas y muestran una mayor dispersión que refleja la incertidumbre sobre la tendencia futura de los factores que anteriormente detonaron el aumento en los precios.

Inflación general y por componentes

Aunque la inflación general ha disminuido, algunos grupos de artículos que son relevantes para las familias de menores ingresos muestran resistencia a la baja.

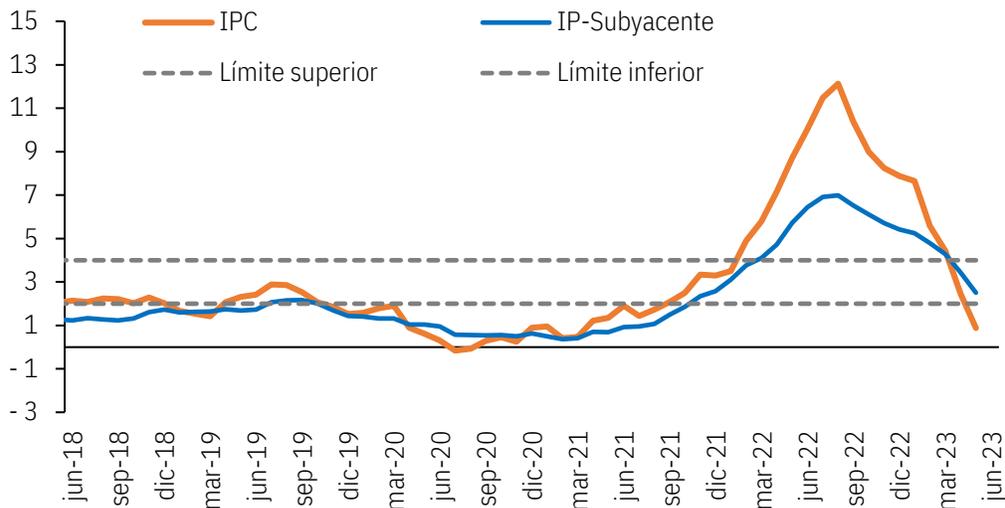
A diferencia de los años 2020 y parte del 2021, cuando la inflación estuvo en promedio por debajo de la meta de inflación del Banco Central de Costa Rica (BCCR), a partir del 2022, los precios aumentaron aceleradamente en Costa Rica. Este aumento ocurrió por varios factores externos, los cuales fueron descritos en la sección de contexto económico, entre ellos: 1) el aumento en los precios internacionales de materias primas tanto por presiones de demanda como por eventos que restringieron la oferta, 2) los mayores costos de transporte por contenedores y 3) otros costos por restricciones comerciales adoptadas en años previos.

En este contexto, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) terminó el 2022 con una variación anual de 7,9%, pero alcanzó su nivel máximo de 12,1% en agosto de ese año. Este nivel no se observaba en el país desde el año 2009 cuando el país registró inflaciones de dos dígitos por un lapso de 18 meses. Recientemente, al moderarse las variaciones en los precios internacionales de las materias primas y al reducirse el tipo de cambio, entre marzo y abril de este año la inflación volvió al rango objetivo del BCCR y continuó bajando hasta terreno negativo en junio del 2023 (-1,04%). Además, esta variación refleja el efecto base, al compararse con niveles de inflación más altos en el año previo.

Gráfico 4

Inflación del IPC y del Índice Subyacente Promedio

(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Mientras tanto, la inflación subyacente, indicador que típicamente se utiliza como referencia de los precios sobre los cuales la política monetaria podría tener mayor incidencia, volvió al rango meta de inflación en el 2023. Aun así, es preciso notar que, durante un lapso de 10 meses en el

2022, se mantuvo por encima del rango meta alcanzando un máximo de 7% en agosto y terminó el 2022 con una variación anual de 5,4% (2,6% en diciembre del 2021).

Aunque el objetivo de inflación del BCCR se define en términos del IPC, los subíndices que componen el indicador subyacente promedio han revelado datos importantes para comprender mejor la transmisión de los choques externos a la inflación local (ver recuadro 1, “Señales de persistencia inflacionaria en los subíndices de inflación subyacente”). En resumen, las brechas en los subíndices de inflación subyacente confirman la importancia que tienen algunos artículos en la percepción de inflación y en la generación de expectativas, particularmente porque ellos inducen a cambios conexos en los precios de otros bienes y servicios (conocidos como efectos de segunda ronda) y hacen que la inflación sea más persistente.

A pesar de que la inflación general disminuyó en el 2023, las personas no han percibido un efecto similar en el costo de la vida porque existen diferencias en la magnitud y velocidad de las variaciones de precios de algunos grupos de artículos que tienen un peso importante en las canastas de consumo de las familias.

Los grupos que tienen mayor peso en el IPC son: alimentos, servicios de información y comunicación, productos y servicios para equipo de transporte, alquiler de vivienda, comidas y bebidas fuera del hogar, cuidado personal, adquisición de vehículos, bienes y servicios para el mantenimiento del hogar, servicios de transporte de pasajeros, electricidad y gas¹.

Cuadro 1

Variación anual de precios y efecto en la inflación de los grupos con mayor ponderación en el IPC (variación anual en porcentajes)

Grupo	Ponderación	Variación anual			Efecto		
		dic-21	dic-22	jun-23	dic-21	dic-22	jun-23
Alimentos	22,3	2,7	19,1	3,9	0,6	4,2	0,9
Servicios de información y comunicación	7,0	-3,8	-5,2	-5,0	-0,3	-0,3	-0,3
Productos y servicios para equipo de transporte	6,2	25,9	9,0	-22,0	1,6	0,7	-2,0
Alquiler de vivienda	5,5	2,1	3,8	6,4	0,1	0,2	0,3
Comidas y bebidas fuera del hogar	5,5	3,1	8,4	5,9	0,2	0,5	0,3
Cuidado personal	5,3	1,2	7,5	3,8	0,1	0,4	0,2
Adquisición de vehículos	4,6	8,5	-4,2	-18,9	0,4	-0,2	-0,9
Bienes y servicios para el mantenimiento del hogar	4,3	2,3	5,8	4,2	0,1	0,2	0,2
Servicios de transporte de pasajeros	4,0	3,0	21,2	1,9	0,1	0,8	0,1
Electricidad y gas	3,6	-5,8	-5,4	-4,4	-0,2	-0,2	-0,2

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

¹ Ponderaciones de acuerdo con el Informe del Índice de Precios al Consumidor que publicó el INEC en junio del 2023. El INEC publica las variaciones de precios en diferentes niveles de agregación: división, grupo, clase, subclase y artículo. El análisis de los datos a niveles de agregación menores, por ejemplo, grupos, permite tener una mejor visión de las diferencias en las dinámicas de los cambios de precios dentro del IPC, manteniendo la coherencia en el propósito de consumo de los artículos que los componen.

Estos 10 grupos representan el 68,4% del gasto en bienes y servicios contenidos en el IPC² y por tanto las variaciones de sus precios inciden mucho en la capacidad de compra de la mayoría de las personas en el país. Cinco de estos grupos aumentaron sus precios en más de 3,8% en términos anuales, aportando 1,9 puntos porcentuales a la inflación anual de junio (5,5 p.p en diciembre del 2022) (cuadro 1).

Por ejemplo, en el caso del grupo de alimentos, sus precios aumentaron 3,9% en junio del 2023 (15,1% el año previo) para un aporte de 0,9 p.p (3,2 p.p). Este grupo tiene una importancia mayor en las canastas de consumo de las familias con menores ingresos, de manera que aumentos de esta magnitud les afectan negativamente. El aumento en los precios por alquiler de vivienda, bienes y servicios para el mantenimiento del hogar, comidas y bebidas fuera del hogar y cuidado personal da razón del por qué las personas siguen percibiendo un alto costo de vida. Esta percepción sin duda ha tenido consecuencias en los bajos niveles de confianza del consumidor en los últimos años³.

Entre los grupos que registraron una reducción en los precios en junio del 2023 están los productos y servicios para equipo de transporte, grupo que incluye los combustibles (diésel y gasolina) y cobro de peajes. En ambos casos sus precios son regulados y reflejaron la reducción en los precios internacionales del petróleo y en el tipo de cambio. En junio del 2022 los precios en este grupo habían aumentado un 32,6%, mientras que en junio del 2023 disminuyeron un 22%. Este cambio podría beneficiar más directamente a las personas de menores ingresos una vez que su efecto se transmita a las tarifas de transporte público.

En el caso de adquisición de vehículos, la combinación entre un tipo de cambio más bajo y menores costos de transporte de mercancías permitió que este grupo también tuviera un aporte a la menor inflación (-0,9 p.p) en beneficio de estratos de ingresos más altos que son los que tienen mayor capacidad para adquirir vehículos.

Efectos de la inflación en la población según su nivel de ingreso

El período inflacionario reciente tuvo un efecto negativo en los salarios reales, los cuales se han visto afectados por las condiciones poco favorables en el mercado laboral costarricense y la restricción fiscal. Datos del INEC revelan que los estratos de ingreso bajo han enfrentado variaciones mayores en los precios en los períodos de mayor inflación.

La inflación alta y persistente afecta negativamente a la sociedad de varias maneras: 1) reduce los salarios reales y la capacidad de compra, 2) modifica las decisiones de consumo de las

² La ponderación dentro de la canasta del IPC la asigna el INEC a partir de la importancia relativa del gasto de cada uno de los bienes y servicios reportados en la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH), con respecto al gasto total reportado en la encuesta.

³ De acuerdo con los resultados de la Encuesta de Confianza del Consumidor de la Escuela de Estadística de la UCR de mayo del 2023.

familias, quienes priorizan los artículos de primera necesidad, 3) genera incertidumbre sobre las condiciones económicas futuras y 4) incide en las decisiones de producción de las empresas.

Recuadro 1

Señales de persistencia inflacionaria en los subíndices de inflación subyacente

El incremento en la inflación durante el 2022, reveló brechas entre los distintos indicadores de inflación subyacente que calcula el BCCR⁴.

Aunque estas diferencias se han reducido durante el 2023 y algunas han ido convergiendo, durante períodos de alta inflación se vuelven relevantes porque ofrecen información adicional para la lectura de la persistencia de la inflación que podría condicionar la ejecución de la política monetaria.

Por ejemplo, cuando la inflación alcanzó su punto más alto en 5 años en agosto del 2022, la diferencia entre el indicador subyacente que reasigna pesos según la persistencia (típicamente por encima del promedio) y el de media truncada (típicamente por debajo de promedio), fue de 6,4 puntos porcentuales, muy similar a la variación anual del indicador promedio.

Cuando la inflación fue alta en el 2022, hubo indicios de cambios de gran magnitud en los artículos que en períodos anteriores tuvieron variaciones persistentes en los precios. Algo similar se observó en el período inflacionario del 2008, cuando este indicador fue sustancialmente mayor al indicador promedio.

De modo que, visto separadamente, este subíndice, que asigna más peso a los artículos con cambios de precios más persistentes, podría llevar a la conclusión de que, cuando la inflación es alta, esta tendería a ser más persistente en comparación con lo que muestra el indicador promedio.

Por su parte, el índice subyacente de exclusión fija, que excluye alimentos, combustibles y artículos regulados, al ser menor que el indicador promedio, confirma que, en efecto, estos artículos tienen mucha influencia de factores externos (causantes de la inflación reciente) y suelen tener más variabilidad cuando se comparan con el resto de artículos del IPC, lo que de alguna forma justifica su exclusión.

De hecho, este subíndice se aproxima a los indicadores de inflación subyacente utilizados por Estados Unidos y la Unión Europea, los cuales excluyen alimentos, energía, entre otros.

Sin embargo, en el caso de Costa Rica, su exclusión debe verse con cautela por dos razones: 1) se trata de artículos con un peso relevante en el IPC (aproximadamente 36,2%) pero particularmente en la canasta de consumo de los estratos de ingresos más bajos, los cuales tienden a percibir una inflación mayor; 2) algunos de los artículos que se excluyen suscitan efectos de segunda ronda que pueden alargar el efecto de los choques de inflación y su exclusión podría subestimar la interpretación de la persistencia.

Por otro lado, el índice que excluye por volatilidad, evidencia que los precios de los artículos que en el pasado han sido menos volátiles, se ajustaron más rápidamente al alza cuando la inflación empezó a subir, pero con una magnitud menor.

Pese a que en el 2023 la inflación bajó, estos artículos presentan cierta resistencia hacia la baja, siendo que se han desacelerado con menor velocidad y, desde marzo del 2023, este indicador está por encima del indicador subyacente promedio. Sin embargo, no siempre una menor variabilidad implica mayor persistencia.

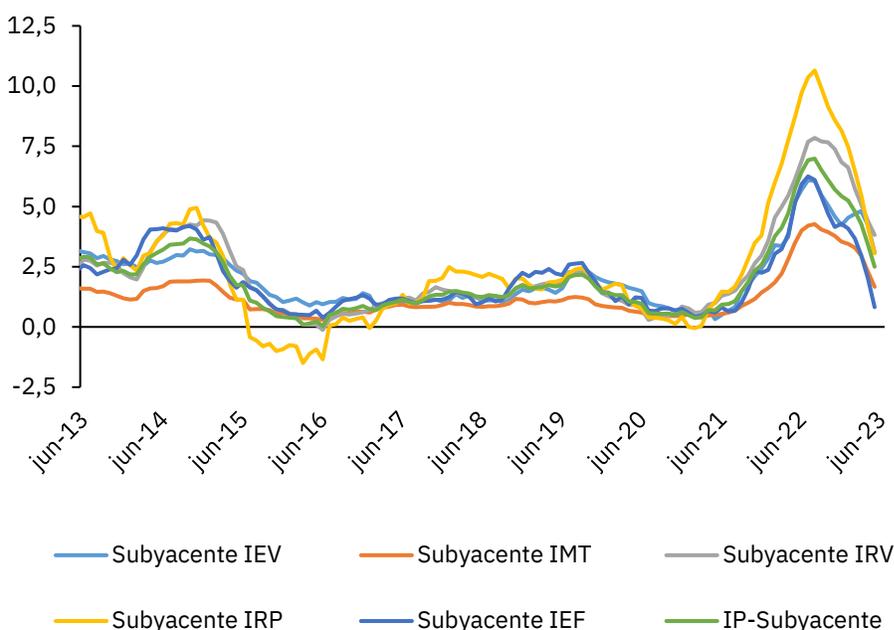
⁴ El índice de inflación subyacente que publica el BCCR es un promedio de 5 indicadores de inflación subyacente: un índice de exclusión fija (IEF), índice de exclusión por volatilidad (IEV), índice de reponderación por volatilidad (IRV), índice de reponderación por persistencia (IRP) y un índice de media truncada (IMT).

En conclusión, los subíndices reaccionan a las variaciones temporales de corto plazo en factores externos que inciden en la generación de expectativas y que provocan efectos de segunda ronda, pero que no necesariamente se atribuyen a fenómenos monetarios de largo plazo.

Por esto, es importante que las autoridades monetarias incorporen el análisis individual de los subíndices subyacentes como parte de sus herramientas de apoyo en la toma de decisiones de política, ya que, particularmente en períodos en los que los precios aumentan, el indicador promedio podría no estar reflejando apropiadamente las señales de persistencia de la inflación.

Gráfico 5

Inflación de los subíndices de bienes y servicios regulados y no regulados (variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Los procesos inflacionarios tienen origen en diferentes factores internos y externos y esto ocasiona que no todos los grupos que conforman la canasta del IPC varíen, ni en la misma dirección, ni con la misma magnitud o rapidez. Además, debido a que las necesidades y las prioridades de consumo de las familias son distintas, el efecto final de los cambios en los precios puede percibirse también de manera diferente.

Típicamente durante los períodos de mayor inflación los estratos de ingreso bajo y medio han enfrentado aumentos mayores en los precios en comparación con el estrato de ingresos altos y el período de alta inflación que tuvo Costa Rica durante el 2022 no fue la excepción.

Los índices de precios por estratos de ingreso que publica el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), indican que, a mayo del 2023 la canasta de consumo del estrato de ingresos bajos enfrentó una variación en los precios de 3,7%, mientras que para el estrato de ingresos altos la inflación fue de -1%. En diciembre del 2022 la variación anual en los precios fue de 9,9%

y 6,9% respectivamente. Sin embargo, cabe indicar que ambos grupos enfrentaron variaciones máximas de 13% y 11,4% en ese año.

Una de las explicaciones para esto es que las canastas de consumo de las familias de bajo ingreso están más concentradas, mientras que las de ingresos altos están más diversificadas. Por ejemplo, las tres divisiones del IPC con mayor ponderación relativa, alimentos y bebidas no alcohólicas, alquiler y servicios de vivienda y transporte, tienen un peso agregado de 64,2% en la canasta de ingresos bajos, en comparación con 43,7% para el estrato de ingresos altos. Las familias con ingresos altos gastan más en muebles, artículos para la vivienda y servicio doméstico, salud y recreación, en comparación con los de ingresos bajos y medios.

Durante el 2022, al igual que en otros períodos inflacionarios en el pasado, los precios de artículos dentro de las divisiones de alimentos y transporte aumentaron más en comparación con otros grupos (cuadro 2). Esto se debe en parte al efecto de los cambios en los precios internacionales de las materias primas y del incremento en el tipo de cambio del dólar durante ese año. Ambos efectos se revirtieron parcialmente en el 2023.

Cuadro 2

Inflación anual según los estratos de ingresos y divisiones del IPC

(variación anual en porcentaje)

División	Inflación anual dic-22			Inflación anual May-23		
	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Inflación general por estrato	9,9	8,0	6,9	3,7	1,4	-1,0
Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,7	19,1	18,6	7,8	7,6	7,0
Bebidas alcohólicas y tabaco	9,4	12,3	12,8	5,2	5,9	6,4
Prendas de vestir y calzado	0,0	-0,1	0,1	-0,6	-0,8	-0,5
Alquiler y servicios de la vivienda	-0,5	0,6	0,8	0,6	1,7	2,0
Muebles, artículos para la vivienda y servicio doméstico	8,8	6,5	4,4	5,6	4,0	2,9
Salud	4,1	3,6	3,9	3,3	1,9	2,0
Transporte	13,1	9,2	6,0	-2,5	-10,3	-16,0
Información y comunicación	-5,1	-5,2	-5,0	-3,2	-3,9	-4,2
Recreación, deporte y cultura	6,6	8,2	16,2	5,4	3,1	3,1
Educación	1,7	2,0	2,5	3,3	2,9	3,0
Comidas fuera del hogar y servicio de alojamiento	8,7	8,2	7,5	6,7	6,4	6,2
Servicios financieros y seguros	0,0	0,0	-0,1	0,5	0,5	-1,9
Bienes y servicios diversos	7,8	6,5	4,9	5,6	4,5	3,3

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

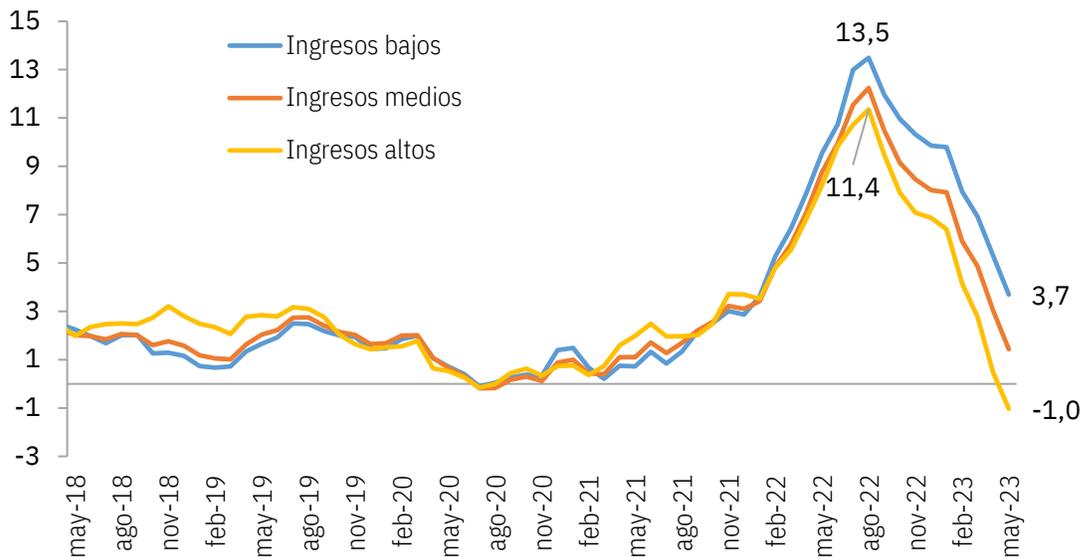
Incluso dentro de las mismas divisiones de consumo, los artículos que conforman las canastas pueden ser diferentes. Por ejemplo, en el caso de la división de transporte, artículos tales como automóvil nuevo y boleto aéreo tienen un peso relevante en el gasto del estrato de ingresos altos y en menor medida en el de ingresos medios. Sin embargo, no forman parte de la canasta de consumo del estrato de ingresos bajos. Ambos artículos reflejaron casi de inmediato las variaciones en el tipo de cambio en los últimos años.

En contraste con esto, el estrato de ingresos bajos gasta más en transporte en autobús, servicio cuyas tarifas son reguladas⁵. La primera consideración al respecto es que las tarifas se ajustan de manera distinta dependiendo de si los ajustes son ordinarios o extraordinarios y esto condiciona la rapidez y la severidad con la que se perciben los cambios en los precios.

En el caso del transporte público, en los últimos dos años los ajustes extraordinarios han sido solicitados con mayor frecuencia y esto ha permitido que las tarifas reflejen más rápidamente la variabilidad en los costos de los insumos.

Una conclusión importante de estos datos es que los precios en las canastas de los consumidores de bajos ingresos han bajado más lentamente después de los períodos de alta inflación, en comparación con las variaciones que perciben los estratos de ingresos altos. Una situación similar ocurrió entre el 2008 y 2009 y entre el 2014 y 2015 (gráfico 6). Esta condición afecta mayormente las expectativas de inflación, salarios reales y la disposición al consumo de las familias de menor ingreso.

Gráfico 6
Variaciones anuales de precios según los estratos de ingresos
(porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Los salarios reales son una referencia de la capacidad que tienen las personas para adquirir bienes y servicios teniendo en cuenta los cambios en el salario y en los precios de lo que

⁵ De acuerdo con la Ley N.º 7593, en los ajustes ordinarios se deben revisar rubros de costos y rentabilidad del servicio al menos anualmente, mientras que, en los ajustes extraordinarios, una vez que se cumplen ciertas condiciones, se revisan variables exógenas de la empresa tales como: salarios, combustibles, insumos básicos, tipo de cambio y otras.

consume. De acuerdo con cifras publicadas por el BCCR en el Informe de Política Monetaria de abril del 2023 (a partir de datos del INEC), a febrero del 2023 los salarios reales disminuyeron un 6% en comparación con el 2022⁶. Además de la alta inflación observada en el año, esta caída también es consecuencia de: 1) un menor crecimiento de los salarios nominales en el sector privado (4% anual en febrero del 2023), 2) una reducción en los salarios nominales del sector público por la aplicación de la política fiscal austera que congeló los aumentos de salarios de la mayoría de los empleados públicos y 3) la menor participación en el mercado laboral.

Complementariamente, la Encuesta Continua de Empleo de abril del 2023, reportó una salida de 141.917 personas del mercado laboral costarricense con respecto a abril del 2022, con lo cual, la tasa neta de participación pasó del 60% al 55,7% de la población económicamente activa. Estas personas pudieron haber decidido no buscar más empleo o bien decidieron ser trabajadores independientes⁷. En cualquiera de los casos, los salarios nominales son menores o menos estables para algunas familias costarricenses y si a esto se agrega una inflación más alta, el resultado es un efecto negativo en la sociedad.

Precios de las materias primas en los mercados internacionales y su efecto en la inflación

Los cambios de tendencia en los precios internacionales de las materias primas entre el 2022 y 2023 se reflejaron en igual dirección en los precios locales, particularmente en los bienes y servicios regulados y en otros que los utilizan como insumo. Las proyecciones económicas indican que la moderación en los precios continuará en el 2023 y esto favorecería la convergencia de la inflación local hacia la meta del BCCR.

El ciclo inflacionario que en los últimos años ha experimentado el mundo, se originó por diversos choques de oferta y presiones de demanda que movieron abruptamente los precios de las materias primas a nivel internacional. Posteriormente, la ejecución de políticas monetarias contractivas, la desaceleración económica, las mejoras en las condiciones climáticas y en los flujos de comercio de materias primas, moderaron los precios (Banco Mundial, Commodity Markets Outlook, abril del 2023).

A nivel internacional es amplia la literatura que ha demostrado que los cambios en los precios de las materias primas tienen efectos asimétricos en variables macroeconómicas, entre ellas: producción, inflación y tipo de cambio. En el caso de la inflación, los períodos de alta inflación causados por factores externos tales como variaciones en los precios de las materias primas, han perjudicado más a las familias de menores ingresos en Costa Rica por dos razones: 1) el país

⁶ En el Informe de Coyuntura Económica de junio del 2023, el BCCR reportó una caída promedio de 4,5% en los salarios reales por cotizante durante el 2022 y de 1,6% en los primeros cuatro meses del 2023. Estos datos fueron calculados a partir de los salarios informados a la Caja Costarricense del Seguro Social para trabajadores que cotizan al régimen de enfermedad y maternidad, excluyendo asegurados por cuenta propia.

⁷ Cabe recordar que el país tiene dos retos importantes que atender para mejorar las condiciones del mercado laboral. Uno de ellos es expandir la actividad económica más allá de las zonas francas y con ello fomentar la creación de empleo en las regiones periféricas del país, en particular para grupos sociales vulnerables. El otro es mejorar el nivel de educación de la población y reducir la deserción.

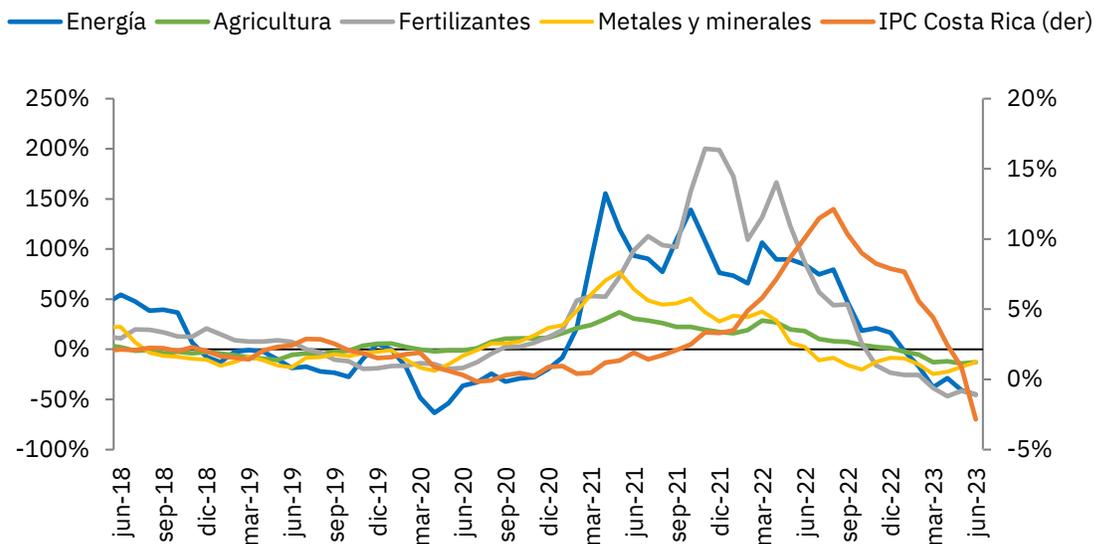
es importador neto de materias primas y 2) las canastas de consumo están altamente concentradas en alimentos y transporte y energía.

Los índices de materias primas que publica el Banco Mundial mostraron las primeras señales de reducción en los precios internacionales desde mayo del 2022 en el caso de los metales, desde noviembre del 2022 en fertilizantes y a partir de enero del 2023 en energía. Más lentamente han bajado los precios de los granos básicos, a partir de marzo del 2023. A junio del 2023 estos índices habían bajado en 13%, 45%, 45% y 15% respectivamente, con respecto al 2022.

En el caso de agricultura, los precios a mayo del 2023 estuvieron incluso por encima de los registrados durante la crisis alimentaria del 2007-2008. En el caso de los metales, la expectativa de crecimiento en China luego de suspender las restricciones por Covid-19, detuvo temporalmente la reducción en los precios, que, sin embargo, se redujeron respecto al 2022.

Congruente con esto, el índice de precios internacionales de materias primas importadas del BCCR (IP-MPI) registró mayormente variaciones anuales negativas entre los años 2019 y 2020. Con el conflicto político entre Rusia y Ucrania y la recuperación de la actividad económica global, los precios volvieron a aumentar a partir del 2021, situación que prevaleció hasta el primer semestre del 2022 inclusive. Al término del 2021, el IP-MPI registró una variación anual de 48,18% dejando atrás un máximo de 139% en abril del 2021.

Gráfico 7
Índices de precios de materias primas del Banco Mundial
 (variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y el BCCR.

Los productos incluidos en el IP-MPi son: trigo, maíz, soja, arroz, hierro, acero, aluminio, zinc, cobre y petróleo crudo WTI⁸. Es de esperar que el efecto de los cambios en los precios internacionales de estas mercancías se registre primero en los precios de importación, luego en los precios de los insumos de producción en el país y finalmente en los precios al consumidor. De manera que este índice resulta ser un buen indicador adelantado de inflación en Costa Rica atribuido a movimientos en los precios internacionales de materias primas. De hecho, desde julio del 2022 el IP-MPi ya mostraba menores variaciones en los precios y ha seguido bajando hasta -26,6% en junio del 2023⁹.

En Costa Rica, el efecto de los cambios de precio en materias primas sobre los precios domésticos fue estudiado por Álvarez y Esquivel (2016) y por Alfaro-Ureña y Sandoval (2022).

El primero de ellos documentó que los precios de las materias primas efectivamente han anticipado las presiones inflacionarias en el IPC. A nivel macroeconómico, concluyeron que las variaciones pequeñas tanto negativas como positivas, se transfieren de forma similar al nivel general de precios, en cambio, las variaciones grandes tienen un traspaso asimétrico en el IPC.

A nivel microeconómico, encontraron asimetrías en algunos subíndices e industrias específicas, siendo que los aumentos en los precios de las materias primas se transfieren con mayor magnitud y rapidez a los precios locales (precios al productor y al consumidor) en comparación con las reducciones. Esto se identificó particularmente en las industrias que utilizan intensamente materias primas importadas y con alguna evidencia de bajos niveles de competencia. Por otro lado, encontraron que el efecto traspaso de las materias primas a los precios locales se ha incrementado después del año 2000.

Además, determinaron que los precios al productor responden en mayor cuantía a los ajustes en el precio de las materias primas, en comparación con los precios al consumidor. Pero, también identificaron que el efecto de las variaciones en el precio de materias primas hacia el IPC tiene rezagos de 3 meses en el caso de materias primas de energía y de 6 meses en las materias primas no energía.

El segundo estudio, Alfaro-Ureña y Sandoval (2022) igualmente encontraron evidencia de traspaso desde el precio de las materias primas hacia los precios finales al consumidor (IPC), con rezagos de aproximadamente 3 meses. En el caso de los precios de manufactura, hubo evidencia de traspaso desde el primer mes y hasta 5 meses inclusive.

De esta forma, el efecto de los cambios en los precios internacionales de esas mercancías se evidencia primero en los precios de importación, luego en los precios de los productos en el país que los utilizan como insumos, y finalmente en los precios al consumidor. Es por esto que su análisis prospectivo se reviste de gran interés.

En este sentido, el Banco Mundial proyecta que para el 2023 y 2024 los precios no relacionados con energía aún tienen espacio para bajar, alrededor de 10% en el 2023 y 3% en el 2024, dado

⁸ Según la metodología del Índice de Precios Internacionales de Materias Primas Importadas (IP-MPi) del Banco Central de Costa Rica, el indicador incluye las materias primas con mayor ponderación en las importaciones de Costa Rica. Estas representan el 35% de las importaciones clasificadas como consumo intermedio (período 2013-2020). Combustibles ponderan 49% del índice, granos 23% y metales 28%.

⁹ También debe considerarse el efecto base de los altos niveles de precios en el año 2021.

que la demanda global sería menor a la estimada en su revisión de octubre del 2022. Los precios de energía podrían bajar hasta 26% en el 2023, con el precio del petróleo cercano a los \$84 el barril en promedio. Esta reducción podría encontrarse con limitaciones de oferta desde Rusia (restricciones comerciales) y los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC, por sus siglas en inglés), los cuales alcanzaron su capacidad máxima.

Para los productos agrícolas, se espera una reducción de precios de 7% en el 2023 y 3% en el 2024. Aun así, se mantendrán altos de acuerdo con niveles históricos, por los altos precios de los fertilizantes (pese a que se han reducido), choques climáticos y conflictos políticos. Aun así, en caso de que persistan las sanciones y restricciones de transporte de granos básicos en Europa o bien, por choques climáticos, esta reducción podría ser menor.

En el caso de los metales y minerales, su precio bajaría 8% en el 2023 y 3% en el 2024. La demanda global continúa baja y la recuperación de China está centrada por el momento en servicios. Si la producción en China cambiara y si se fortalecen las actividades de producción de bienes y el sector de bienes raíces, la demanda por metales podría intensificarse y contener la caída esperada en los precios.

Así, en términos generales las proyecciones apuntan a que los precios de los insumos de producción continuarían bajando, aunque con algunos riesgos al alza principalmente por choques de oferta. Tomando en cuenta el rezago que existe en el traspaso de los precios de las materias primas hacia los precios locales, podría esperarse que las variaciones en los precios en Costa Rica sigan siendo moderadas por lo que resta del 2023.

Precios al productor y diferencias entre bienes y servicios

En el 2022, los precios de los servicios aumentaron menos en comparación con los de los bienes. Esto sugiere que los productores de servicios asumieron parte del aumento en los precios que enfrentaron no solo por la débil demanda interna sino también por las expectativas de reducción en la inflación en el corto plazo.

El menor costo de las materias primas en los mercados internacionales explicó una buena parte de la reducción en la inflación registrada en el 2023, sobre todo en los bienes a nivel general y en la categoría de bienes y servicios regulados. También influyó positivamente en ello la apreciación del colón.

Tal como se explicará más adelante, los precios de algunos bienes y servicios regulados se fijan mediante fórmulas que contienen entre otras cosas: los precios internacionales de las materias primas importadas, costos de transporte, tipo de cambio y tasas de interés (que también afectan los costos de financiamiento de los proveedores).

Desde la caída de la inflación que ocurrió en el 2009, la variación en los precios de los bienes ha sido menor a la de los servicios de manera consistente, con pocas excepciones en algunos meses. Sin embargo, esta relación se rompió con el incremento en la inflación a partir del 2021 y se mantuvo hasta marzo del 2023. Con esto, el índice de precios de bienes aumentó 10,97% en el 2022 mientras que el correspondiente de servicios lo hizo en 4,21%. Durante el 2023, ambos han mantenido la tendencia descendente hasta -3,1% y 1,5% en junio, respectivamente.

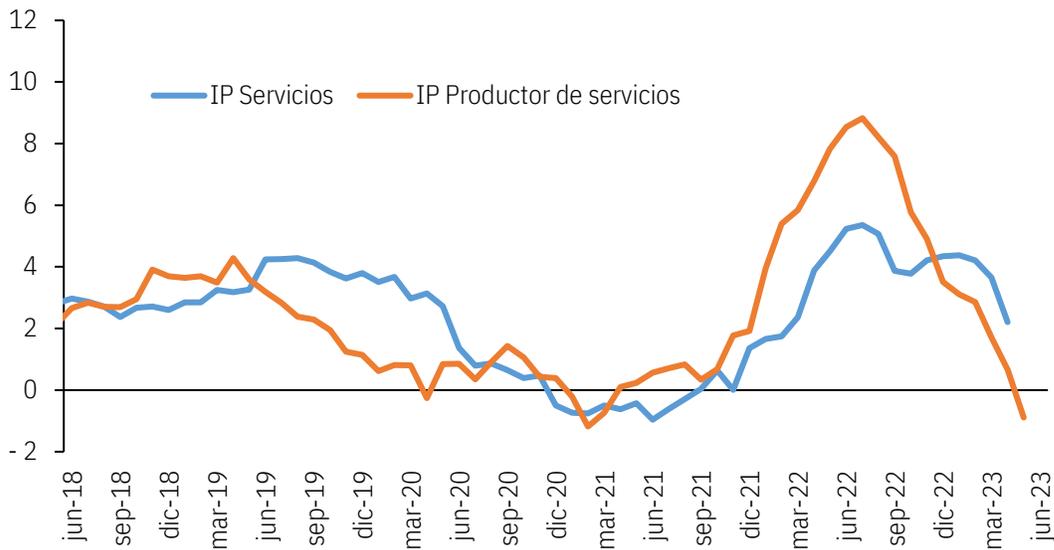
En el caso de los servicios, el incremento en los precios al productor de servicios fue mayor que el de los precios finales al consumidor, lo que sugiere que el aumento en los costos de

producción fue trasladado solo de manera parcial al consumidor (gráfico 8). En el caso de los bienes, el aumento en los costos se trasladó tardíamente a los precios finales (gráfico 9).

Varios factores explican esta diferencia. En el último trimestre del 2022 los precios internacionales de las materias primas ya mostraban una evidente tendencia a la baja, vinculada con la proyección de menor crecimiento económico global. Esto pudo haber motivado expectativas de reducción de costos en el corto plazo. Además, los consumidores costarricenses ya percibían una inflación alta y esto los hacía menos tolerantes a los cambios en los precios (mayor elasticidad de la demanda).

Como consecuencia de ello, sus patrones de consumo estaban variando en beneficio de productos y servicios con precios menores y atendiendo primeramente las necesidades básicas. Aun con estas particularidades, los índices de precios al productor de manufactura y servicios han anticipado adecuadamente las variaciones en los precios finales en Costa Rica. La tendencia a la baja que han mostrado durante el 2023 constituye una señal positiva en cuanto a que abre un espacio para la flexibilización de la política monetaria.

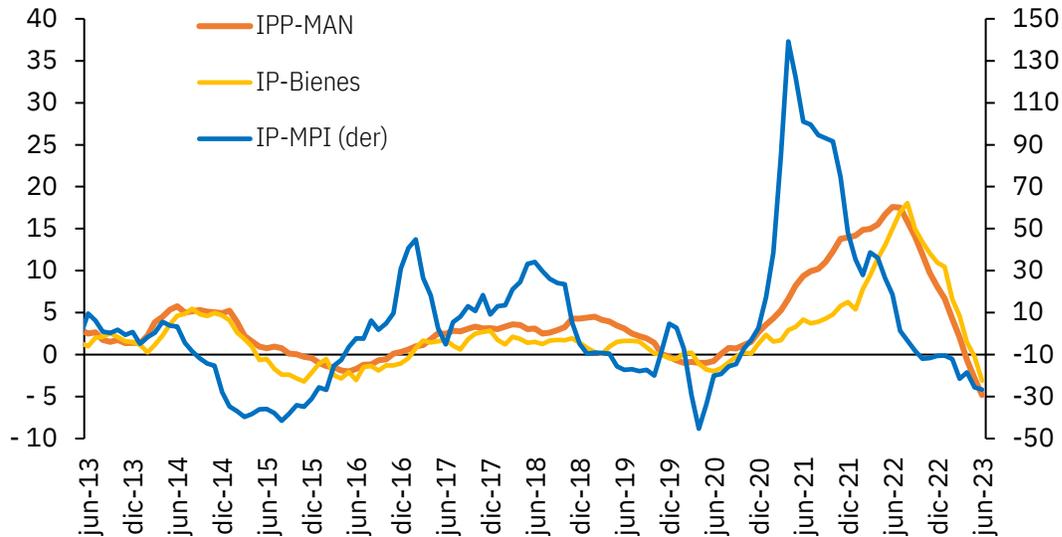
Gráfico 8
Inflación de los servicios y precios al productor de servicios
 (variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Gráfico 9

Inflación de los bienes, precios al productor de manufactura y precios de materias primas importadas
(variación anual en porcentaje)



Nota: IPP-MAN Índice de precios al productor de manufactura, IP-MPI Índice de precios de materias primas importadas (eje derecho).

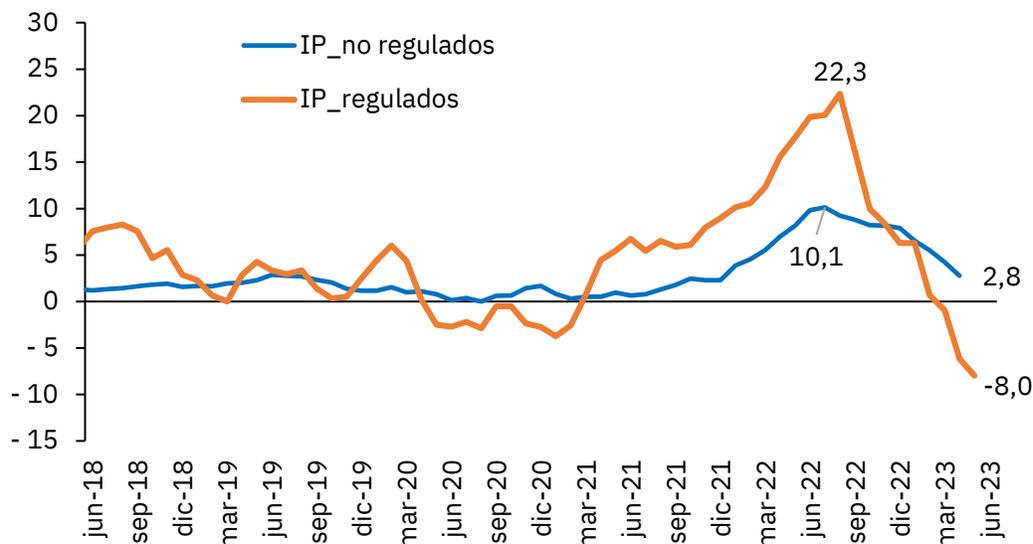
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Bienes y servicios regulados y no regulados

Los bienes y servicios regulados se han ajustado más rápidamente a los cambios en los precios internacionales de las materias primas y tipo de cambio. Estos efectos de traspaso los expone a una mayor variabilidad que afecta mayormente a los estratos de ingresos más bajos y que tienen efectos de segunda ronda en otros artículos de la canasta del IPC.

En el 2022 los bienes y servicios no regulados alcanzaron variaciones no observadas desde el período de alta inflación del 2008 (gráfico 10). Al término del 2021 y 2022 presentaron cambios anuales de 2,3% y 8,2% respectivamente, mientras que en junio del 2023 aumentaron 1%. En el caso de los precios de los bienes y servicios regulados, estos variaron 8,9%, 6,3% y -10,4% en esas mismas fechas.

Gráfico 10
Inflación de los subíndices de bienes y servicios regulados y no regulados
 (variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

En los últimos 5 años los bienes y servicios regulados, los cuales representan el 15,3% de la canasta del IPC (13 artículos¹⁰), han exhibido una variabilidad mayor en comparación con los no regulados. Esto se debe en parte a la inestabilidad que han tenido algunos de los componentes que se incluyen en las metodologías de fijación de precios, entre ellos el tipo de cambio y precios internacionales de materias primas. Tal es el caso de: gasolina, diésel, gas licuado, suministro de agua y electricidad.

En Costa Rica, la fijación de precios y tarifas depende en gran medida de variables económicas y precios externos de otros insumos, costos de producción y márgenes de ganancia en la cadena de suministro, en algunos de ellos la política monetaria tiene poco efecto directo.

Las variaciones en los artículos regulados son relevantes porque, en su mayoría, son insumos en las cadenas de producción de otros bienes y servicios no regulados y provocan variaciones en cadena. Además, tiene una ponderación alta en las canastas de consumo de los estratos de ingresos medios y bajos.

El cuadro 3 muestra cómo las variaciones en los precios internacionales del petróleo durante el 2021 y 2022 se reflejaron en variaciones igualmente altas en gasolina, diésel y gas licuado (2021), cambios que a su vez se replicaron casi de manera inmediata en las tarifas de los servicios de transporte en autobús y taxi. La aplicación del Decreto Ejecutivo 43575-MINAE en

¹⁰ Los artículos regulados de mayor ponderación en el IPC son: gasolina (3,6%), electricidad (3,28%) y transporte en autobús (2,2%).

junio del 2022, permitió mitigar el efecto del aumento en el precio del diésel en las cadenas de producción, sin embargo, al término del año, el diésel presentó una variación anual de 31,6%¹¹.

Cuadro 3

Inflación de los bienes y servicios regulados y no regulados

(variación anual en porcentaje)

Índice / artículo	Ponderación	Variación anual		
		dic-21	dic-22	jun-23
Índice de precios de bienes y servicios no regulados	84,7	2,3	8,2	1,0
Índice de precios de bienes y servicios regulados	15,3	9,0	6,3	-10,4
Arroz	1,3	7,1	4,7	-2,8
Diésel	0,4	41,3	31,7	-36,6
Gas licuado	0,4	53,0	-28,6	-31,5
Gasolina	3,6	36,9	8,4	-28,0
Peajes	0,1	10,2	5,1	-12,6
Revisión técnica de vehículos	0,2	2,2	-50,3	-51,9
Suministro de agua	1,7	-0,1	0,3	-0,2
Servicio de alcantarillado	0,3	0,0	0,0	0,0
Electricidad	3,3	-12,1	-1,1	-0,3
Telefonía fija	0,4	0,6	-2,0	-3,3
Servicios municipales	0,7	3,8	1,8	4,4
Transporte en autobús	2,2	-3,7	16,6	14,0
Transporte en taxi	0,8	4,1	34,2	10,0

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Cabe recordar que, en el caso de la electricidad, su precio bajó en el 2021 como consecuencia de la revisión del factor Costo Variable de Generación (CVG) que permitió una reducción en las tarifas de la mayoría de los proveedores del país. El aumento en la producción eléctrica en las plantas hidroeléctricas (estación lluviosa con más precipitación) y la menor necesidad de importación de energía y de generación térmica, permitieron la revisión de este factor de costo.

En lo que transcurre del 2023, con excepción de los servicios municipales y transporte en autobús y taxi, los otros bienes y servicios regulados disminuyeron con respecto al 2022. En el caso de la revisión técnica vehicular, la tarifa se redujo por el cambio de proveedor, mientras que, en el caso del arroz y los combustibles, se beneficiaron por la caída en los precios internacionales de materias primas y tipo de cambio.

Tal como se explicó en la sección relativa al efecto de los cambios en los precios internacionales de las materias primas, sus variaciones se trasladan a los precios locales en primera instancia al incrementar los costos de producción. Pero, el efecto final en el IPC dependerá, entre otras cosas, de cuánto representan las materias primas en el costo de producción de bienes internos,

¹¹ El Decreto Ejecutivo N.º 43575-MINAE fue publicado en La Gaceta N.º105 (Alcance N.º113) el 7 de junio del 2022 y promovió el traslado de la totalidad de los beneficios de las disminuciones en los combustibles definidos como gasolinas súper y gasolina plus91 hacia los precios de combustibles diésel. Su propósito era reducir el impacto del aumento en los precios del diésel en actividades económicas tales como transporte de personas, transporte de carga, agricultura y pesca.

cuánto pesan esos bienes en la canasta de consumo, así como la flexibilidad del ajuste de los precios (elasticidad del precio). En el caso de los bienes y servicios regulados, sin embargo, la flexibilidad del ajuste y elasticidad precio de la demanda tienen poca relevancia.

Alfaro-Ureña y Sandoval (2022) evaluaron la relación de los cambios en los precios de las materias primas importadas con los subíndices de bienes y servicios regulados y no regulados. Los datos recientes de inflación son congruentes con los hallazgos de ese estudio en el sentido que los precios de los regulados reaccionan en mayor magnitud y más rápidamente a las variaciones de precios de materias primas.

Por ejemplo, en esa ocasión encontraron que ante el aumento en los precios de los combustibles de una desviación estándar¹², la respuesta del componente regulado del IPC fue, en promedio, de 0,3 p.p. el mes posterior al incremento y que al cabo del quinto mes la respuesta acumulada de este grupo fue cerca de cuatro veces superior a la respuesta del IPC general. También encontraron una respuesta positiva de los regulados a cambios en los precios de los metales, lo cual podría estar relacionado con costos de construcción e infraestructura para electricidad y combustibles, que en años anteriores se trasladaron a las tarifas de consumo.

En otro estudio de Álvarez y Esquivel (2016) en relación al efecto traspaso de los precios de las materias primas hacia los precios regulados en Costa Rica, encontraron que, en el caso de los combustibles, la fórmula de cálculo que utiliza la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP) permite reducir posibles asimetrías cuando los cambios en los precios locales son producto de las variaciones de precio en los mercados financieros internacionales.

Identificaron también que el efecto directo final se transmite en aproximadamente 3 meses, sin considerar efectos de segunda ronda en otros artículos del IPC, los cuales podrían efectivamente tener rezagos diferenciados en la práctica. Esto es congruente con la reducción casi inmediata de los precios de artículos regulados de energía desde finales del 2022, ante la caída en los precios internacionales.

Otros dos aspectos inciden en el comportamiento de los precios de los regulados, pudiendo generar rezagos o asimetrías. Por un lado, la organización industrial que tiene particular atención en el caso del arroz. Un 35% aproximadamente el arroz que se consume a nivel local es importado, sin aranceles a partir del 2002 y dado que el precio local era regulado por el Ministerio de Economía Industria y Comercio (MEIC), en el pasado las reducciones en los costos de importación pudieron no haberse reflejado adecuadamente en el precio final al consumidor.

El otro aspecto que incide en la manifestación del traspaso tiene que ver con la periodicidad con la que se realizan los ajustes de precios, lo cual depende de la facultad para hacer ajustes ordinarios y extraordinarios de acuerdo con la Ley N.º7593 Ley de la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos¹³. Por ejemplo, en el caso de la electricidad, los ajustes son mayormente

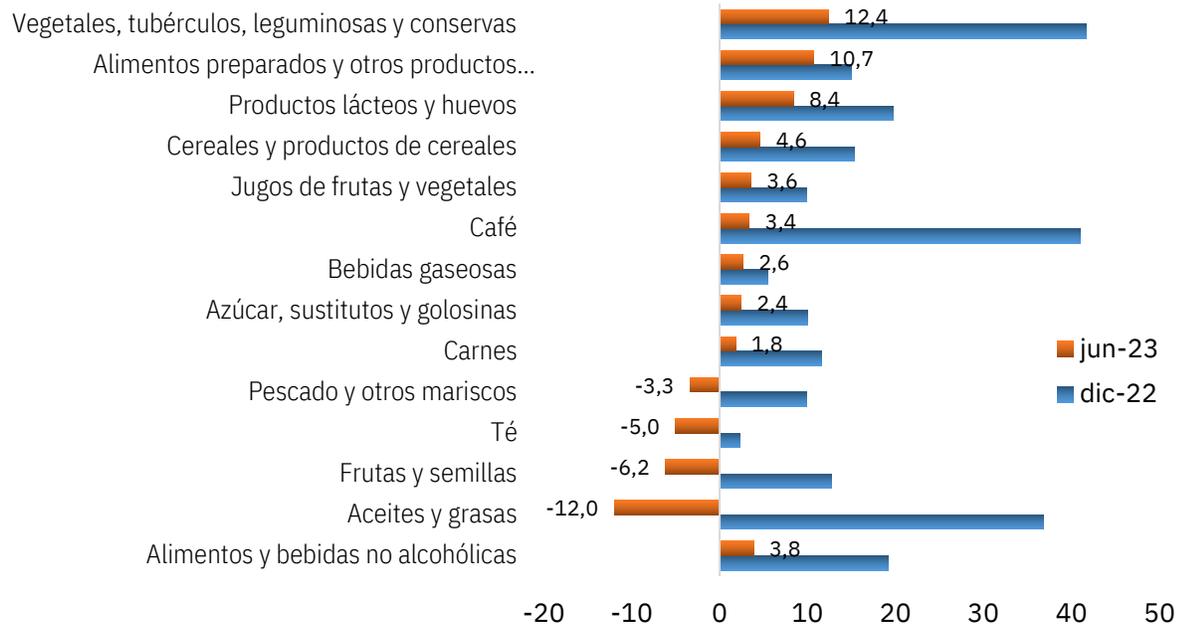
¹² Medida a través del Índice de Precios Internacionales de Materias Primas Importadas (IP-MPi) del BCCR.

¹³ La Ley N.º7593 Ley de la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (artículo 30) establece que pueden solicitarse ajustes en los precios y tarifas de bienes y servicios regulados por la vía ordinaria o extraordinaria. La primera considerará factores de costo e inversión, mientras que la segunda toma en cuenta variaciones importantes

trimestrales o semestralmente en el caso del transporte. En los combustibles, los ajustes extraordinarios se han dado con mayor frecuencia, casi mensualmente y esto da razón de por qué los precios al consumidor final se han ajustado con mayor rapidez en ambas direcciones.

Gráfico 11

Inflación de las clases de no regulados en la división de alimentos y bebidas no alcohólicas
(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

La adopción de una nueva metodología de ajuste en los precios de la gasolina por parte de ARESEP desde mayo del 2022 ha permitido que el traslado del costo al precio final sea más exacto y con menor rezago, al utilizar el valor de las facturas efectivamente pagadas por la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) en la importación de combustibles y no estimaciones como se hacía antes.

Finalmente, en relación con los artículos no regulados, en subclases como: pan, productos de panadería, aceites vegetales, la respuesta a los choques externos en los precios ha sido más fuerte (gráfico 11). Estos artículos utilizan en su producción granos que no se producen en el país y, por lo tanto, responden en mayor medida a los cambios de precios de las materias primas importadas (Alfaro-Ureña y Sandoval, 2022). La subclase de pan y productos de panadería del IPC tuvo variaciones anuales de 20,8% y de 7,8% en diciembre del 2022 y junio del 2023, mientras que los aceites vegetales aumentaron 47,63% y -16,4% en esas fechas

en el entorno económico, por caso fortuito o fuerza mayor y cuando se cumplan las condiciones de los modelos automáticos de ajuste.

Efecto de las variaciones cambiarias en la inflación

Las variaciones en el tipo de cambio tienen un efecto relevante en los precios de los bienes, particularmente los importados y en los artículos regulados del IPC, los cuales generan aumentos conexos en otros artículos e inciden en las expectativas de inflación. La disminución en el tipo de cambio en el 2023 se ha trasladado más lentamente a los bienes y servicios no transables comparación el aumento del 2022, en perjuicio de los estratos de menor ingreso.

Las variaciones en el tipo de cambio han tenido mayor incidencia en los precios de los bienes locales, particularmente los importados, en comparación con los servicios. En términos generales, cuando el tipo de cambio aumenta, el costo en colones de importar un producto también lo hace y para que el importador y el comerciante puedan mantener su margen de ganancia, deberán aumentar el precio de venta en el país.

Esto ocurre en artículos tales como: granos y cereales, vinos, prendas de vestir, otros textiles, calzado, combustibles, productos de limpieza, medicamentos, equipo tecnológico, insumos para el mantenimiento de vehículos y muebles. Cuando el tipo de cambio baja, lo contrario ocurre y esto beneficia al consumidor final, particularmente cuando se trata de artículos de primera necesidad y que son relevantes para las familias con ingresos bajos.

Algunos de los bienes y servicios regulados reciben más directamente el efecto del tipo de cambio porque en las fórmulas de fijación de precios y tarifas se incluye explícitamente las variaciones cambiarias. Tal es el caso de: peajes, gasolina, diésel, revisión técnica de vehículos. En otros casos de regulados, el efecto es indirecto a través de algunos de los insumos de producción, que suben y bajan de precio por las variaciones de tipo de cambio. Entre ellos: electricidad y telefonía (vinculado a la importación de insumos tecnológicos), transporte en autobús y taxi (asociado con los insumos para mantenimiento de vehículos y los combustibles).

En la práctica, en Costa Rica se venden bienes y servicios en dólares. Es frecuente encontrar tiendas con precios en dólares, menús de restaurantes, servicios informáticos, paquetes turísticos y servicios de entretenimiento que se promocionan en dólares. En esos casos, aunque el pago final se realice en colones, las variaciones cambiarias tienen efecto inmediato en el precio final que paga el consumidor.

El tipo de cambio también afecta indirectamente a bienes y servicios producidos en el país para el consumo local. El mecanismo de traspaso es básicamente a través de la cadena de suministros. Por ejemplo, en el corto plazo podría esperarse un incremento en los precios de algunos bienes agrícolas cuando ocurre un aumento en el tipo de cambio que encarece los combustibles y que sube el costo de la importación de fertilizantes.

Este tipo de efectos indirectos pueden capturarse anticipadamente a través de los índices de precios al productor de bienes y servicios y los índices de precios de manufactura. Tal como se analizó en la sección sobre precios al productor, cuando las variaciones en estos índices son causadas por factores externos o, en este caso en particular, por tipo de cambio, se produce un efecto rezagado en índice de precios al consumidor, que además podría no ser completo. Esto se conoce como efecto traspaso.

Un estudio de Orane (2015) sobre el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios locales en Costa Rica, concluyó que una de las consecuencias perceptibles del aumento en el tipo de cambio fue que la inflación interanual y las expectativas de inflación se incrementaron. El efecto en las expectativas contribuye a que se den aumentos adicionales de la inflación por el efecto inercial que ocasionan estas expectativas y esto explica la existencia de los rezagos.

Concluye también que este efecto traspaso ha disminuido desde que el país tiene un régimen cambiario más flexible, pero que este efecto traspaso ha sido menor en los períodos de reducción del tipo de cambio. Los efectos más significativos ante variaciones cambiarias se percibieron en los precios de bienes y servicios relacionados con Entretenimiento y Cultura. La mayoría de ellos son importados y al carecer de competencia a nivel local, los aumentos en los costos por tipo de cambio pueden ser trasladados en su totalidad a los consumidores.

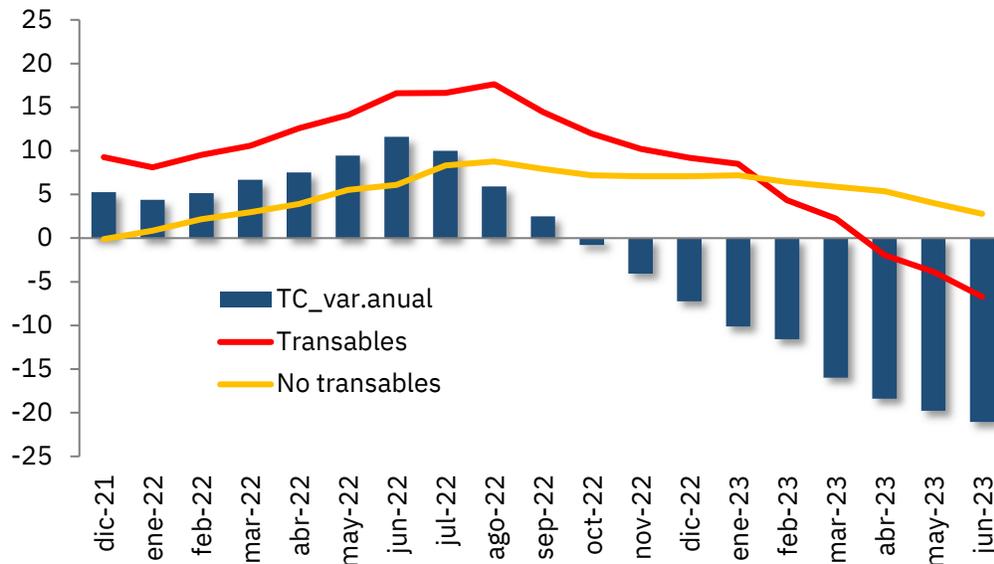
Dado que el tipo de cambio tiene efecto directo en los bienes que pueden comercializarse internacionalmente (exportaciones o importaciones), la clasificación de bienes transables y no transables puede dar una idea apropiada de su efecto en los precios locales. Clasificar un bien como transable va más allá del solo hecho de que se comercialice internacionalmente, también pueden considerarse otros factores, tales como: la no existencia de barreras comerciales y el volumen de comercio efectivo. Así, aunque un bien tenga sustitutos externos, la existencia de barreras arancelarias o los altos costos de importarlo harían que se clasifique como no transable.

Siguiendo esta idea, en una aproximación de la variación de precios de los bienes y servicios transables y no transables en la canasta del IPC de Costa Rica (base 2020), demuestra que el incremento en el tipo de cambio efectivamente provocó una subida en los precios en ambos casos casi de manera inmediata durante gran parte del 2022 (gráfico 12).

A partir del último trimestre del 2022 y lo que va del 2023, la reversión en la tendencia del tipo de cambio también se reflejó en una variación negativa de los precios transables a partir de abril del 2023. En el caso de los no transables, la desaceleración ha sido más lenta. Precisamente este rezago se explica porque, cuando no existen sustitutos para los no transables, los precios se ajustan con menor rapidez cuando es hacia la baja, en detrimento de la capacidad de compra de las familias. Además, como se indicó antes, el efecto del tipo de cambio es indirecto.

Gráfico 12

Variación de los precios de los bienes transables y no transables y tipo de cambio
(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC y del BCCR.

Expectativas de inflación

La inflación alta del 2022 afectó la percepción de las personas sobre las condiciones económicas actuales y futuras. Aunque las expectativas de inflación han convergido a la meta, esto es insuficiente para considerarlas ancladas y muestran una mayor dispersión que refleja la incertidumbre sobre el futuro de los factores que anteriormente detonaron el aumento en los precios.

La inflación cuando es alta e inestable incide sobre la percepción de las condiciones económicas actuales y las expectativas futuras, así como sobre las decisiones de ahorro, inversión y consumo de los agentes económicos. En este sentido, la Encuesta de Confianza del Consumidor de la Universidad de Costa Rica (UCR) de mayo del 2023 reveló que la alta inflación del 2022 y la incertidumbre sobre la tendencia que tendrían en el 2023 esta y otras variables económicas, tales como tipo de cambio, tasas de interés, salarios y empleo, afectaron la percepción de la economía de los agentes económicos y sus expectativas sobre las condiciones futuras y condicionaron en alguna medida las decisiones de consumo de bienes durables (por ejemplo: automóviles, muebles, electrodomésticos, artículos electrónicos de entretenimiento)¹⁴.

El menor incremento en los precios en el 2023, permitió que las expectativas de inflación se ajustaran en la misma dirección. La Encuesta de Expectativas de Inflación y Tipo de Cambio del

¹⁴ De acuerdo con la Encuesta, la confianza de los consumidores en la economía nacional disminuyó en mayo y llegó a 45,1 puntos (en una escala de cero a 100), rompiendo la tendencia al alza observada en encuestas anteriores. El principal motivo de la caída del ICC se debe a la desconfianza en la economía futura del país: el Índice de Expectativas Económicas (IEE) disminuyó en 5,2 puntos, llegando a 49,7 puntos.

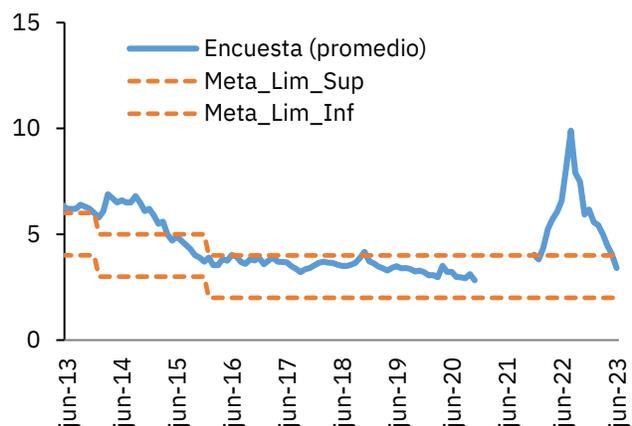
BCCR¹⁵ de mayo del 2023, muestra una reducción en la expectativa de inflación de los agentes económicos en un horizonte de 12 meses y una convergencia hacia el rango superior de la meta de largo plazo. Concretamente, a junio del 2023 el promedio de la expectativa de inflación a 12 meses fue de 3,4%. Sin embargo, esto es insuficiente para considerarlas ancladas al objetivo de inflación.

En un régimen de metas de inflación, las expectativas estarían ancladas si, ante un choque temporal en los precios, ellas se mantienen muy próximas al rango meta y estos desvíos tienen corta duración. Esto es así por dos razones: 1) que los formadores de expectativas entienden que el choque es temporal y que, en caso de persistir, el Banco Central utilizará sus herramientas de política monetaria para hacer que la inflación vuelva a estar dentro del rango meta y 2) que comprenden que la meta de inflación es en un horizonte de mediano o largo plazo.

De modo que la credibilidad en el Banco Central es lo que mantiene las expectativas ancladas.

Pero esto no sucedió en Costa Rica cuando la inflación aumentó en el 2022. Aunque la subida en los precios internacionales de las materias primas inicialmente se consideraba temporal, las expectativas de inflación en el país se desviaron rápidamente del rango meta y, posteriormente, pese a que el BCCR modificó su política monetaria hacia una más contractiva en diciembre del 2021, fue hasta que la inflación mostró sus primeras señales de reducción en septiembre del 2022, que las expectativas empezaron a descender.

Gráfico 13
Expectativas de inflación a 12 meses
(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Encuesta de Expectativas de Inflación y Tipo de Cambio del BCCR.

Gráfico 14
Dispersión de las expectativas de inflación a 12 meses
(desviación estándar)



¹⁵ El BCCR reanudó la encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio en diciembre del 2021 tras suspenderla en diciembre del 2020. En esa ocasión la suspendió porque consideró que sus resultados mostraban rigideces no congruentes con el entorno económico y estimó que no seguían un proceso adaptativo ni uno racional.

Por otro lado, los resultados de la encuesta revelan una mayor divergencia en las respuestas de los encuestados (medida a partir de la desviación estándar de la inflación esperada por ellos), a partir del momento en el que la inflación superó el límite superior del rango meta. Previo al inicio de la pandemia, entre el 2019 y 2020, la desviación estándar promedio de las respuestas fue 1,3, mientras que durante el 2022 fue de 3,2 y de 2 en los primeros seis meses del 2023.

Dos factores pueden aproximar una explicación a esto: 1) los formadores de expectativas dejaron de percibir el choque externo como algo temporal y 2) pese a la política monetaria contractiva implementada por el BCCR, los encuestados consideraron que había poca capacidad para mitigar el efecto del choque en los precios externos y de otros factores que estaban incidiendo en la inflación local, tales como: costos de transporte y eventos geopolíticos que afectaron la oferta de materias primas.

Un estudio de Segura y Collado publicado por el BCCR en el 2021 concluyó que la dispersión de las respuestas de la encuesta había aumentado con el esquema de metas de inflación y que esto fue particularmente notorio cuando se dieron cambios estructurales en la inflación. El supuesto detrás de esto es que algunos de los informantes esperaban una inflación similar a la que observaron antes del cambio estructural, mientras que otros ajustaron sus expectativas más rápidamente a partir de los choques anteriores en la inflación.

Este comportamiento parece estarse repitiendo actualmente en tanto que, aunque existe consenso de que la inflación bajará, los encuestados estarían incorporando en sus expectativas la incertidumbre que tienen sobre los factores externos que provocaron la inflación del 2022 y sobre los cuales la política monetaria tiene poca influencia, siendo Costa Rica una economía abierta y pequeña.

Política monetaria, agregados monetarios y tipo de cambio

Valoración general de la evolución de los agregados monetarios y tipo de cambio en el 2022 y 2023

La política monetaria exterior ha condicionado el manejo de la política monetaria en Costa Rica y lo seguirá haciendo en el próximo bienio. Los agregados monetarios demuestran que el país continúa teniendo condiciones de liquidez holgadas y esto en parte se explica por la moderación del crecimiento económico y la poca demanda de crédito que han sido consecuencia, en parte, de la política monetaria contractiva. El aumento en las tasas de interés locales ha promovido un mayor ahorro en colones y a plazos más largos.

El aumento en el tipo de cambio en el 2022 fue explicado por la mayor demanda de divisas por parte del Sector Público no Bancario (SPNB) y menores excedentes netos en las ventanillas del sistema financiero. Esto último como consecuencia de menores flujos de divisas provenientes de fuentes externas (comercio, turismo e inversión). En el 2023, las mejoras a nivel comercial y en la atracción de capitales incrementaron los excedentes de divisas y contribuyeron al cambio de dirección en el tipo de cambio. El BCCR ha mantenido su sesgo a intervenir en el mercado cambiario con operaciones de estabilización principalmente cuando el tipo de cambio ha tendido al alza.

Esta reducción en el tipo de cambio no solo ha contribuido a bajar la inflación, sino que también ha ayudado a contener los riesgos por la dolarización del crédito en el sistema financiero. Los excedentes de divisas también han sido aprovechados para acumular reservas internacionales y mejorar sustancialmente la capacidad del país para enfrentar choques externos. La continuidad de algunos de estos factores es deseable en tanto que benefician el crecimiento económico del país en el largo plazo.

A nivel prospectivo, el contexto económico global sugiere que la moderación en los precios continuará en el 2023 y esto favorecería la convergencia de la inflación local hacia la meta del BCCR. Sin embargo, en las economías avanzadas la inflación sigue estando lejos de los objetivos de largo plazo y esto las obliga a mantener tasas de interés altas. Estas diferencias en las tasas de interés podrían modificar la dirección de algunos flujos de capitales en Costa Rica y esto condicionaría las decisiones que en adelante tome el BCCR en relación con el manejo de la política monetaria.

Efecto de la política monetaria en las tasas de interés, crédito, ahorro y liquidez

La política monetaria contractiva y la expectativa de menor crecimiento global y local, condujeron a una desaceleración en el crédito al sector privado y a un incremento en el ahorro en colones y a plazos más largos.

Desde el segundo trimestre del 2019 el BCCR adoptó una política monetaria expansiva y redujo la tasa de política monetaria hasta 0,75 puntos porcentuales. Esto permitió que la actividad económica local se recuperara tras la recesión que causó la pandemia de Covid-19. En ese contexto de menores tasas de interés, con un premio por ahorro en colones negativo e incertidumbre económica, los ahorrantes empezaron a trasladar sus depósitos a cuentas de corto plazo (ahorro y cuenta corriente) y de una forma más sostenida en cuentas denominadas en dólares. Esta situación se extendió hasta el primer semestre del 2022 y fue uno de los factores que hicieron que el tipo de cambio aumentara en ese lapso.

Posteriormente, los bancos centrales de las economías avanzadas comenzaron a aumentar sus tasas de política monetaria para contrarrestar el aumento en la inflación global. Las diferencias en las tasas de interés que esto ocasiona tenían el potencial de mover capitales, particularmente porque en un ambiente de incertidumbre económica, los ahorrantes tienden a refugiarse en inversiones consideradas más seguras (menor riesgo). A su vez, la inflación en Costa Rica empezó a subir y esto ponía en riesgo el cumplimiento del objetivo de inflación.

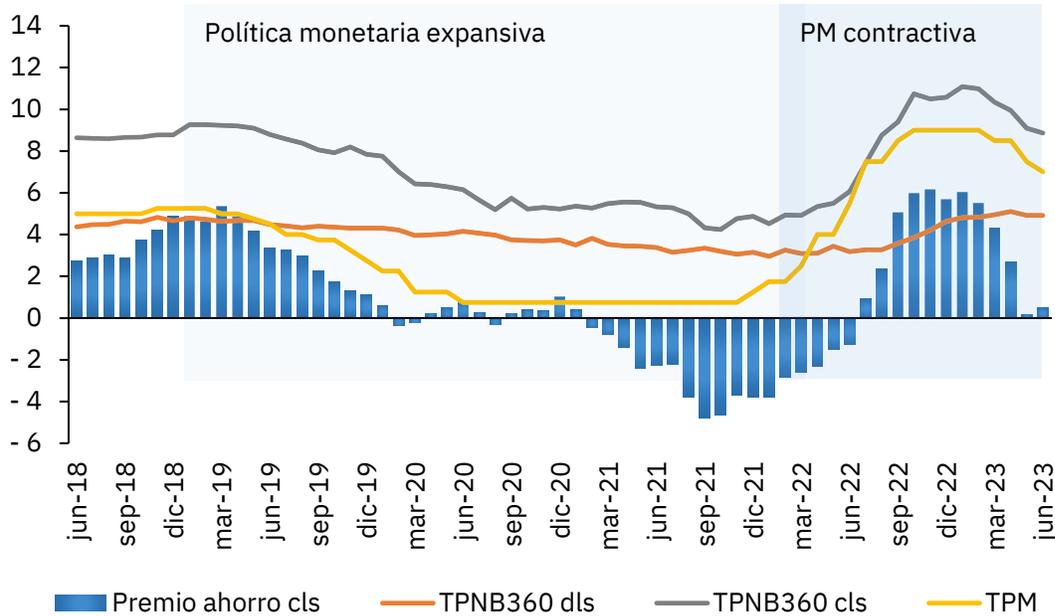
Con estas motivaciones, el BCCR tuvo que revertir su política expansiva y desde finales del 2021 aumentó paulatinamente la tasa de política monetaria. Entre noviembre del 2021 y febrero del 2023 la TPM subió en 825 puntos básicos hasta 9%. Gradualmente las tasas locales se ajustaron en esa dirección. Por ejemplo, la tasa pasiva negociada bruta para el plazo de 360 días ascendió a 11,1% en enero del 2023, su nivel más alto desde que se registran datos, en tanto que el premio por ahorro en colones fue cercano al 6% a finales del 2022.

Con un entorno de menor inflación en el 2023 y ante la inminente reducción en las tasas de interés, se ha observado una mayor colocación de ahorros a plazos más largos en ambas

monedas, lo que probablemente responde a que los ahorrantes quieren asegurar tasas de interés más altas por sus depósitos (gráfico 15). Con esto, la participación de los depósitos a plazo en colones con respecto al total pasó de 51% en junio del 2022 a 54% en junio del 2023. En moneda extranjera esta relación pasó de 39% a 42% en ese orden.

Gráfico 15

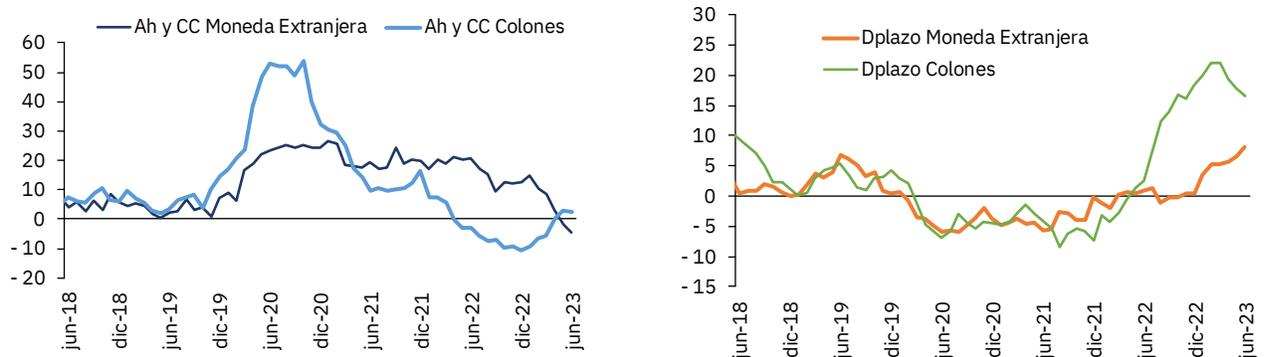
Tasa de política monetaria, tasas pasivas negociadas por moneda y premio por ahorro en colones
(en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Gráfico 16

Variación de los depósitos de ahorro, cuenta corriente y a plazo del SFN en colones y dólares
(en porcentajes)



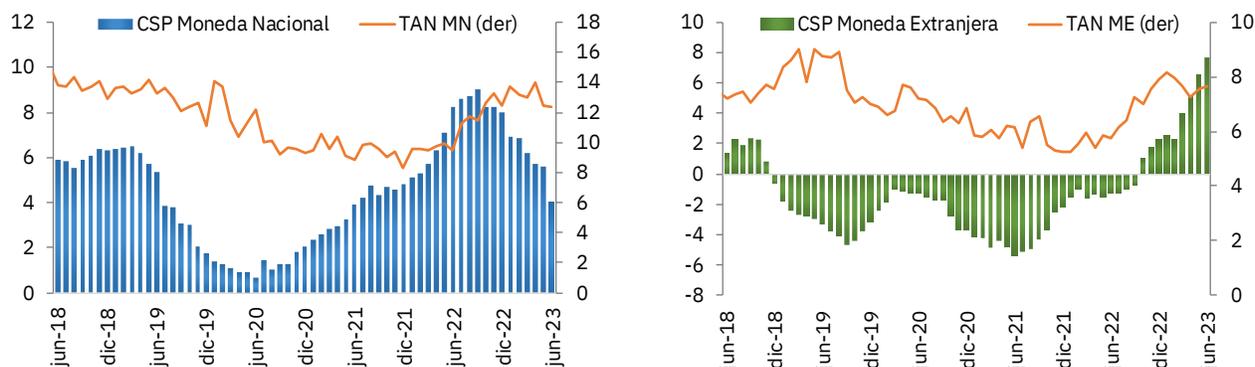
Nota: ahorro en moneda extranjera sin efecto cambiario.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Gráfico 17

Variación del crédito al sector privado del SFN y de las tasas de interés activas negociadas en colones y dólares

(en porcentajes)



Nota: CSP en moneda extranjera sin efecto cambiario.

Fuente: elaboración propia con datos del BCCR.

Pese a que las proyecciones de crecimiento económico global y de Costa Rica para los próximos dos años han sido mejoradas, el aumento en las tasas de interés y los bajos niveles de confianza de los consumidores y empresarios fueron factores que limitaron el crecimiento del crédito a tasas que promueven un mayor crecimiento económico.

En el 2021 el crédito al sector privado (CSP) otorgado por el Sistema Financiero Nacional (SFN) creció 2,6% en el agregado (sin efecto cambiario), mientras que en el 2022 repuntó a 6,2% en términos anuales. A partir del 2023 el crédito se ha vuelto a desacelerar, creciendo solamente 4% en junio del 2023. El ajuste ha sido más rápido en colones a causa del aumento en las tasas de interés, mientras que en moneda extranjera más bien ha habido un mayor crecimiento, el cual se atribuye a los incentivos generados por la reducción en el tipo de cambio.

En el contexto actual esto es congruente con lo esperado. Desde el punto de vista del efecto social, el aumento en las tasas de interés reduce el ingreso disponible de las personas y empresas que tienen créditos y limita la capacidad de otros para calificar para nuevos préstamos. Costa Rica tiene la particularidad de que la mayoría de los préstamos del sistema financiero tienen condiciones de tasas variables. De manera que cuando las tasas de interés aumentan también lo hacen las cuotas mensuales y, en el supuesto de que los salarios no crecen, el tamaño de la obligación aumenta con respecto al ingreso. Esta situación profundiza la desaceleración económica porque le resta recursos a las familias que podrían utilizarse para adquirir bienes que mejoren la calidad de vida o para actividades de recreación.

Teniendo en cuenta los rezagos vistos en el pasado reciente, la recuperación del crédito en colones podría llegar entre 6 y 12 meses después de que las reducciones en la tasa de política se trasladen sustancialmente a las tasas de interés para créditos en el sistema financiero. Este

ajuste en la tasa de política estaría condicionado en parte por la rapidez y la magnitud con la que los bancos centrales de las economías avanzadas ajusten sus tasas de referencia.

Debido al poco apetito por crédito, las condiciones de liquidez en la economía han sido amplias, tanto en colones como en dólares. Al término del 2022 la liquidez en colones creció 2,3% mientras que en dólares lo hizo en 7,5% (4% y 10,4% en el 2021, respectivamente). A junio del 2023 la liquidez en colones había crecido 8,8% en términos anuales.

Por las dificultades para colocar crédito, estos excedentes de liquidez se han reflejado en mayores saldos en las cuentas de encaje mínimo legal en el BCCR en ambas monedas, sobre todo en el primer semestre del 2022. Concretamente la tasa de encaje excedente en colones y dólares fue de 1% y 1% respectivamente a diciembre del 2022 y de 0,65% y 1,1% a abril del 2023, en ese mismo orden. Consecuentemente, también han aumentado los depósitos de las entidades financieras en la Facilidad Permanente de Depósito del BCCR (FPD), ascendiendo a ₡1.395 miles de millones a diciembre del 2022 (₡456 miles de millones en diciembre del 2021) y ₡804 miles de millones a junio del 2023.

La colocación de depósitos en la FPD les permite a las entidades financieras obtener alguna rentabilidad por esos recursos ante la baja demanda de crédito. A junio la tasa de interés que paga el BCCR a las entidades financieras por sus depósitos en la FPD fue de 7,75% pero había alcanzado un nivel históricamente alto de 9,75% durante el primer trimestre del 2023. Aunque esta tasa es baja en comparación con la posibilidad de colocar créditos (usando como referencia la tasa activa negociada promedio), ello les compensa parte de los costos operativos y de captación de recursos.

Tipo de cambio nominal y tipo de cambio efectivo real multilateral

Los mayores excedentes de divisas en el mercado cambiario y los menores requerimientos de divisas por parte del sector público no bancario propiciaron la reducción del tipo de cambio en Costa Rica en el 2023. Factores internos de índole comercial y de atracción de capitales contribuyeron en ampliar los excedentes.

El colón se apreció 7,2% con respecto al dólar de Estados Unidos al término del 2022, revertiendo la depreciación de 5,3% ocurrida en el 2021 (a partir del valor promedio del dólar en el mercado cambiario mayorista, MONEX). En el primer semestre del 2023 el tipo de cambio continuó a la baja hasta ₡545,37 colones por dólar (promedio de junio), con lo que acumuló una reducción de 21% en comparación con su valor más alto del 2022 (₡690,91 por dólar), momento en el que había aumentado 11,6%.

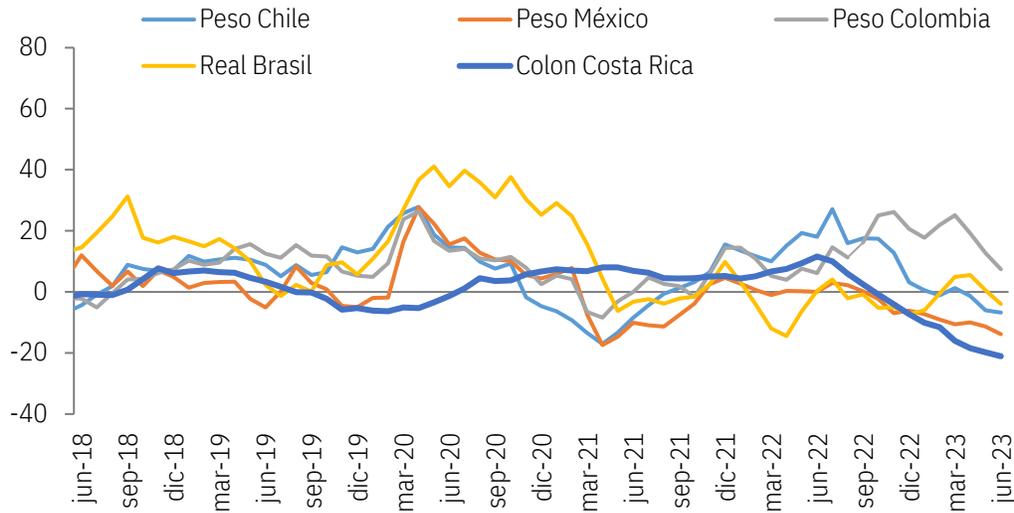
El tipo de cambio también ha tenido más variabilidad recientemente. El coeficiente de variación del tipo de cambio promedio en MONEX¹⁶ alcanzó sus niveles más altos en 4 años entre agosto del 2022 y marzo del 2023. Durante ese período el coeficiente de variación del tipo de cambio fue de 1,3 en promedio mientras que en el primer semestre del 2022 el coeficiente promedio fue de 0,7 y en el segundo semestre del 2023 se ha reducido a 0,5.

¹⁶ Calculado a partir de los tipos de cambio promedio MONEX al cierre de cada sesión en los últimos 22 días hábiles.

Gráfico 18

Variación anual del tipo de cambio promedio de monedas seleccionadas de América Latina con respecto al dólar de Estados Unidos

(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de cada país.

Tanto la tendencia como la variabilidad del tipo de cambio del colón con respecto al dólar han abierto la discusión a nivel nacional sobre los efectos que esto tiene en lo económico y lo social. En términos generales, podrían beneficiarse de aumentos en el tipo de cambio: las empresas exportadoras, personas y empresas que ofrecen servicios turísticos y que reciben sus pagos en dólares, comercios que establecen sus precios en dólares, personas asalariadas cuyo ingreso ha sido fijado en moneda extranjera y quienes tienen ahorros en dólares.

Por su parte, podrían beneficiarse de un menor tipo de cambio: los deudores con créditos en dólares por la reducción en la cuota y en el saldo, importadores de bienes y servicios, tanto finales como de materias primas, la población de bajos recursos por el efecto de reducción en los precios de artículos de primera necesidad importados directamente o que utilizan insumos importados, turistas locales e incluso la Hacienda Pública cuando el endeudamiento externo representa una proporción alta de la deuda total.

En lo que respecta a la variabilidad, tal como se explicó en la sección sobre inflación, existen estudios a nivel local e internacional que demuestran que la variabilidad del tipo de cambio exagera las variaciones en los precios, lo que, en algunos casos, puede inducir a aumentos en los precios de otros bienes y servicios. Además, la variabilidad cambiaria genera incertidumbre económica, dificulta la formación de precios y de expectativas, así como la planeación en las empresas.

En el caso de Costa Rica, por las diferencias en la composición de las canastas de consumo, los estratos de menores ingresos pueden percibir mayor inflación cuando esta es provocada por factores externos o por aumentos en el tipo de cambio. De este modo, la apreciación del colón durante el primer semestre del 2023 ha contribuido a que la inflación en Costa Rica sea menor, visto tanto en la inflación al productor como en la inflación al consumidor.

La tendencia del tipo de cambio en Costa Rica es muy similar a la observada en otras monedas de países de América Latina (gráfico 18). Entre el 2020 y el 2021 el peso colombiano y el peso chileno también se depreciaron con respecto al dólar de Estados Unidos, mientras que durante el 2023 se han apreciado el peso chileno (variación anual de 6,7% a junio), el peso mexicano (13,8%) y el real brasileño (3,9%).

La similitud en las variaciones de las monedas de América Latina puede explicarse en parte por el traslado de capitales e inversiones hacia estos países, como respuesta a los cambios en las condiciones económicas globales, por ejemplo, la política monetaria, las brechas en tasas de interés y las diferencias en crecimiento económico (más detalles en el siguiente apartado).

Sin embargo, existen características relevantes entre estas monedas y la manera en la que se negocian que pueden generar diferencias en su tendencia. En particular el peso chileno, el peso mexicano y el real brasileño son monedas con mercados más profundos, con altos volúmenes de negociación, cotizadas en mercados internacionales y con mercados de derivados cambiarios más desarrollados. Además, en México y Brasil los regímenes cambiarios son completamente flexibles, sin intervención de los bancos centrales en el mercado cambiario. Todos estos son factores que dan mayor transparencia a las cotizaciones.

Estas diferencias se recogen parcialmente en el índice de tipo de cambio efectivo real multilateral (ITCERM¹⁷), indicador que ocasionalmente se utiliza como referencia de la competitividad del país con respecto a sus socios comerciales. El ITCERM, aumentó desde el primer semestre del 2020 y empezó a revertir esta tendencia desde el segundo semestre del 2022 (gráfico 19). Esto puede interpretarse como una ganancia temporal en la competitividad de Costa Rica que es atribuida a cambios en los precios relativos (inflación, tipo de cambio o ambos). Es temporal porque estas variables pueden moverse en el corto plazo por situaciones que no necesariamente se atribuyen a una mejora sustancial en la competitividad desde un punto de vista estructural y no coyuntural.

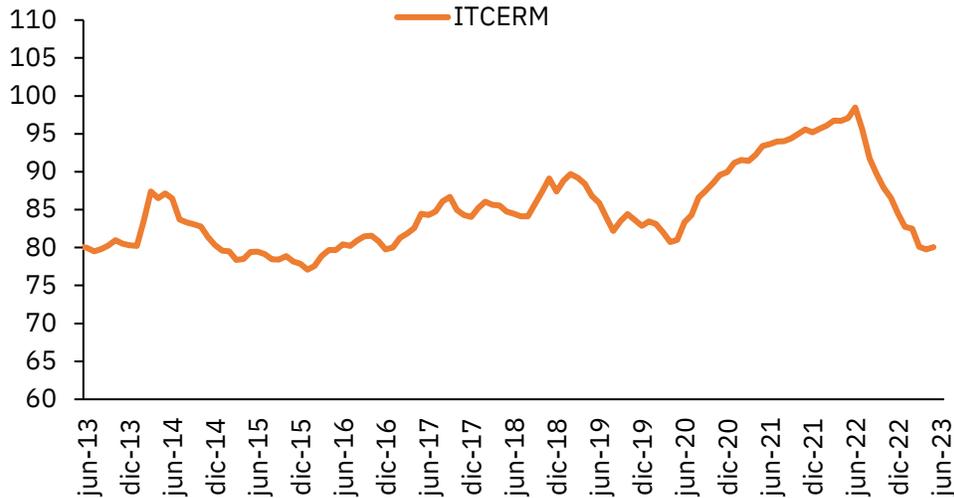
Esto significa que no toma en cuenta aspectos que inciden en la competitividad de un país en el largo plazo, tales como: infraestructura, facilidad de hacer negocios, eficiencia y simplicidad del sistema impositivo, tasas de impuestos, cargas sociales, estabilidad política, balance fiscal y composición del gasto del gobierno y otros.

La teoría generalmente aceptada que está detrás de esta interpretación es que cuando el tipo de cambio real se deprecia (sube), por ejemplo, por un aumento en el tipo de cambio, los bienes

¹⁷ De acuerdo con la nota técnica del BCCR sobre el cálculo del el ITCERM, este es un indicador de la evolución del tipo de cambio real para la economía costarricense, el cual mide la relación de precios entre bienes y servicios transables y no transables. A nivel externo, sus movimientos implican cambios en la competitividad de la economía en los mercados internacionales. Se basa en la teoría de la Paridad de Poder de Compra, que indica que el precio de los bienes transables debe ser el mismo en todos los países y, por tanto, las diferencias en los precios internos y externos se ajustan mediante cambios en el tipo de cambio nominal.

transables del país se vuelven más baratos comparativamente y esto hace que las exportaciones aumenten, trayendo consigo mayor crecimiento económico en el corto plazo.

Gráfico 19
Índice de tipo de cambio efectivo real multilateral de Costa Rica



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Sin embargo, también existen otros factores que pueden provocar cambios en los precios relativos de las economías. Un aumento en la productividad produce lo que en la teoría económica se conoce como efecto Balassa-Samuelson. Esto es, cuando la productividad aumenta, también lo hacen los salarios y el poder adquisitivo, de modo que esto aumenta la demanda de bienes y sus precios, apreciando consigo el tipo de cambio real (reducción del tipo de cambio real).

De igual manera, cuando un país recibe flujos de capitales y de inversión extranjera directa, la conversión y utilización de estos recursos tienden a aumentar los precios en la economía y aprecian el tipo de cambio real. También es usual que un país atraiga más inversión extranjera si cuenta con un sistema impositivo eficiente, con facilidades para hacer negocios, niveles de educación y salud satisfactorios y buena infraestructura de puertos, aeropuertos y carreteras.

Algo similar ocurre con el gasto de Gobierno, sobre todo cuando es en infraestructura y desarrollo. A mayor gasto de gobierno, mayor demanda interna. Pero, además, cuando este gasto conduce a un déficit fiscal alto, que debe financiarse con más impuestos y endeudamiento, la competencia del Gobierno por recursos presiona las tasas de interés y encarece los costos de producción, lo que provoca una apreciación del tipo de cambio real.

En vista de esta perspectiva más amplia de la competitividad, el Foro Económico Mundial analiza la competitividad a través del Índice de Competitividad Global. Este indicador incorpora 12 pilares: marco institucional, infraestructura, interconectividad, estabilidad macroeconómica,

salud, desarrollo de habilidades, competencia en los mercados, mercado laboral, sistema financiero, dinámica de negocios, capacidad de innovación¹⁸.

Por lo tanto, no es adecuado analizar la competitividad del país únicamente como una simple relación de precios que depende de variaciones cambiarias y de inflación de corto plazo. De igual manera, no sería correcto afirmar que Costa Rica ha perdido competitividad solamente por la apreciación nominal que ha tenido el colón en los últimos meses. De hecho, el nivel del ITCERM de mayo del 2023 (80,1) es muy similar al promedio observado durante el primer semestre del 2020 (82,3), antes de que el tipo de cambio empezara a aumentar.

Como se verá más adelante, esta apreciación real es congruente con el comportamiento de algunos indicadores económicos relevantes. En la balanza de pagos, por ejemplo, se identifican flujos de divisas a través de la entrada de capitales y de inversión extranjera directa, así como por la prestación de servicios turísticos (explicado en mayor detalle en el siguiente apartado). Por otro lado, en el mercado cambiario los requerimientos de divisas por parte del SPNB han sido menores, en tanto que los excedentes de ventanillas continuaron aumentando.

Contrario a lo que dicta la teoría, en Costa Rica no hay una evidencia clara de que el país haya tenido un crecimiento económico mayor que pueda atribuirse a una ganancia en competitividad por el aumento en el tipo de cambio. En un estudio de Villamichel y Abarca para el Estado de la Nación (2018), una de las conclusiones principales fue que, a diferencia de otros países emergentes y en desarrollo, en Costa Rica las depreciaciones y devaluaciones del colón más bien llevaron a períodos inflacionarios y no generaron mayor crecimiento económico.

Los autores también afirman que otros estudios para Costa Rica han encontrado que después adoptar un régimen cambiario de flotación administrada, el efecto de la inflación importada ha disminuido y esto ha permitido que la política monetaria por parte del BCCR sea más efectiva en el control de los precios, lo cual también contribuye a mejorar la competitividad del país.

Balanza de pagos y los factores que explican los flujos de divisas

En el 2023, las mejoras a nivel comercial y en la atracción de capitales, así como la recepción de préstamos externos y endeudamiento público explicaron en buena medida los excedentes de divisas en el país. La continuidad de algunos de estos factores es deseable en tanto que promueven el crecimiento y la estabilidad económica en el largo plazo. Estos flujos han permitido acumular reservas internacionales y mejorar sustancialmente la capacidad del país para enfrentar choques externos.

Las características propias de las economías pueden explicar las diferencias en la tendencia del tipo de cambio, entre ellas: la composición de sus exportaciones, dependencia del turismo, organización del mercado cambiario mayorista local, tasas de interés y aspectos políticos.

Por ejemplo, mientras que Costa Rica es un importador neto de materias primas, Brasil es un importante productor mundial de granos, Chile de cobre y México de petróleo. Esto hace que, cuando los precios internacionales de las materias primas aumentan, estos tres países reciben más divisas por sus exportaciones, lo que podría provocar una apreciación de sus monedas. Sin

¹⁸ Para consultar en mayor detalle la composición del índice, refiérase a: <https://www.weforum.org/>

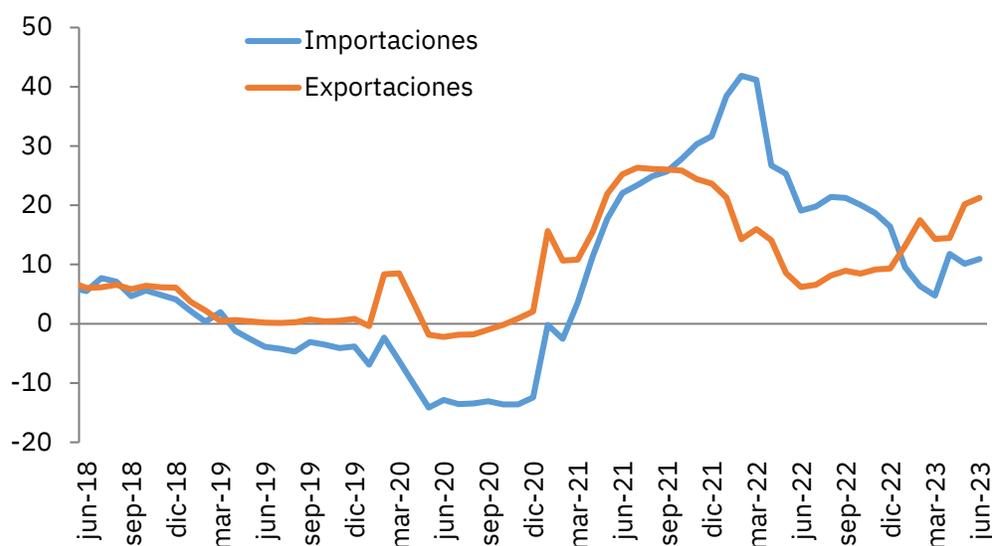
embargo, Costa Rica deberá utilizar más divisas para el pago de sus importaciones, lo que podría generar una mayor demanda de dólares y un aumento en el tipo de cambio nominal.

Precisamente el BCCR ha atribuido a razones comerciales parte de la variabilidad cambiaria de los últimos años. Durante el 2021 cuando los precios internacionales de las materias primas aumentaron, las importaciones de Costa Rica también lo hicieron (vinculado a la reactivación económica) y también hubo que destinar más divisas para pagarlas (precios más altos). En este sentido, las importaciones acumuladas a diciembre del 2021 aumentaron 31,7% con respecto al 2020 lo que generó un déficit comercial de USD\$4020,9 millones. Este déficit fue superior en un 71% al registrado en diciembre del 2020.

Por otro lado, la apreciación del colón entre el 2022 y el 2023 ha tenido origen, en parte, por el aumento en las exportaciones del régimen especial, particularmente en las industrias de implementos médicos y equipos tecnológicos y la moderación en los precios internacionales de las materias primas redujo la demanda de divisas a nivel interno para propósitos de importación bienes y materia prima. Aunque el déficit comercial persiste, las exportaciones han estado creciendo más que las importaciones en términos porcentuales (gráfico 20).

Gráfico 20

Crecimiento de las exportaciones FOB e importaciones CIF acumuladas
(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

También destaca el aumento en la exportación de servicios particularmente los relacionados con turismo (viajes). El balance de servicios acumulado al término del 2022 fue superior en un 35% con respecto al 2021 y en el primer trimestre del 2023 fue un 42,5% mayor al balance observado en el mismo trimestre del 2022.

Los flujos de capitales vistos en las cifras de la cuenta financiera de la balanza de pagos explican en parte los excedentes de divisas vistos en los últimos años (cuadro 4). Efectivamente se nota un incremento en el ingreso de inversión extranjera directa en el 2021 y 2022 en comparación con el 2019 y 2020 y una moderación de las salidas de capitales para adquirir instrumentos financieros en el exterior (inversión de cartera). Además, ingresaron divisas por los préstamos externos que ha recibido el país por parte de organismos internacionales.

Cuadro 4

Cambios en la cuenta financiera de la balanza de pagos

(en millones de dólares americanos)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
CUENTA FINANCIERA	1 483	-542	-3 756	-372
Adquisición neta de activos financieros	3 505	3 137	2 994	147
Inversión directa	459	447	613	88
Inversión de cartera	1 283	2 219	1 964	-45
Derivados financieros (distintos de reservas)	-11	-11	-11	-3
Otra inversión	1 774	482	427	107
Pasivos netos incurridos	2 022	3 679	6 750	518
Inversión directa	2 103	3 593	3 673	912
Inversión de cartera	-494	-1 198	-868	-534
Derivados financieros (distintos de reservas)	-2	-2	-3	-1
Otra inversión	416	1 287	3 947	140
Préstamos	412	99	3 186	58

Nota: acumulado del 2023 es preliminar al primer trimestre del año.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

De acuerdo con la teoría, una mejora de la posición de inversión del país financiada adecuadamente con superávits en la cuenta corriente reduce a futuro los requerimientos de divisas para cubrir el pago de los compromisos con el resto del mundo (pasivos). Esto tiene un efecto de apreciación en términos reales, el cual podría magnificarse si, ante la estabilidad de los flujos de inversión y la mejora en la percepción de riesgo, estos flujos continúan ingresando. De hecho, la mejor percepción de riesgo del país ha inducido al ingreso de más inversión.

Además de la mejora en la calificación crediticia de Costa Rica¹⁹, el EMBI²⁰, indicador de referencia sobre la percepción de riesgo de las economías emergentes, muestra que, en el caso de Costa Rica, el indicador ha disminuido constantemente desde el 2020 a consecuencia de la mejora que ha tenido el país en materia fiscal. A junio del 2023 el EMBI de Costa Rica disminuyó

¹⁹ Fitch Ratings mejoró la calificación de Costa Rica en marzo del 2023, de B a BB- con perspectiva estable. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-costa-rica-to-bb-outlook-stable-02-03-2023>

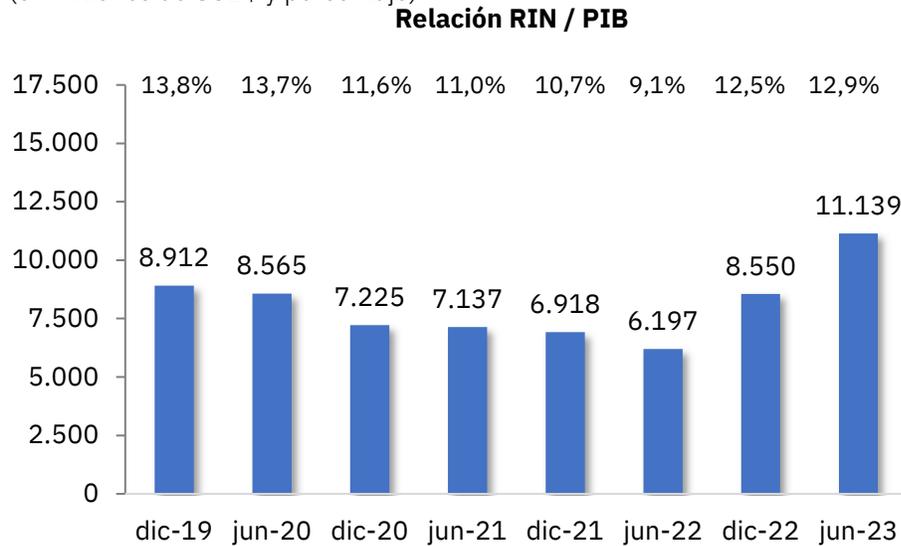
²⁰ Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBI) es un índice que publica el banco estadounidense J.P. Morgan y da seguimiento a los rendimientos de las emisiones de bonos de países emergentes denominadas en moneda extranjera. Entre mayor sea el indicador, mayor es la percepción de riesgo que se tiene de estas emisiones, en comparación con títulos considerados “seguros” o de menor riesgo.

a 289 puntos básicos en comparación con 432 puntos básicos (p.b) a inicios del 2020. Por su parte, el indicador agrupado para América Latina muestra que la percepción de riesgo ha aumentado con respecto al 2021 al pasar de 335 p.b a 405 p.b en el mismo lapso. Esta diferencia puede estar motivando un traslado de capitales para invertir en Costa Rica en comparación con los países de la región.

Gráfico 21

Reservas Internacionales Netas y relación RIN / PIB

(en millones de USD\$ y porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Ante este panorama el país ha acumulado Reservas Internacionales. A junio del 2023 el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) ascendió a USD\$ 11.139 millones lo que equivale al 12,9% del Producto Interno Bruto (PIB) estimado para el 2023 (gráfico 21). Desde abril del 2023 el BCCR estima su nivel óptimo de reservas basado en una metodología del FMI y estableció que el nivel de RIN debe estar entre el 100% y 150% del nivel óptimo²¹. Actualmente las RIN representan el 125% de esa referencia.

Además de los flujos de capitales que han ingresado al país principalmente por inversión extranjera directa, el saldo de RIN contabiliza el ingreso de varios préstamos externos: 1) los desembolsos por parte del FMI en el marco del Servicio Ampliado por USD\$1.113 millones entre el 2022 y el 2023, 2) el desembolso por parte del FMI por el Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad por USD\$246 millones en el 2023 y 3) el préstamo por USD\$ 1.100 millones que

²¹ La metodología para el cálculo del indicador de reservas adecuadas del FMI considera cuatro dimensiones: servicio de deuda de corto plazo, otros pasivos externos, dinero en el sentido amplio y el ingreso por exportaciones. Para conocer su aplicación en Costa Rica puede consultar el Informe de Política Monetaria del BCCR de abril del 2023, Recuadro 1. Indicador de reservas adecuadas para Costa Rica según la metodología del Fondo Monetario Internacional.

recibió el BCCR por parte del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en el último trimestre del 2022.

Para lo que resta del 2023, el país espera recibir desembolsos adicionales por parte del FMI por USD\$665 millones y USD\$529 millones aproximadamente en ambas líneas de crédito. Dependiendo del uso que se les dé a los recursos provenientes de estos préstamos, esto podría ampliar los excedentes de divisas en el mercado cambiario y esto mantendría el tipo de cambio bajo. Además, debe tomarse en cuenta que, en marzo del 2023, el Gobierno de Costa Rica colocó deuda externa por US\$1.500 millones, los cuales no habían sido contabilizados en los datos preliminares mostrados en el cuadro 4 anterior. Esta deuda forma parte de un total de US\$5.000 millones aprobados por la Asamblea Legislativa con el propósito de reestructurar la deuda pública.

En el caso del préstamo con el FLAR, es importante decir que su propósito es el de fortalecer la posición externa del país ante la incertidumbre sobre las tendencias económicas internacionales. Los excedentes de divisas en el mercado cambiario permitirían al BCCR mantener su política de compra de divisas y esto abriría la posibilidad de que el país pague anticipadamente el crédito con el FLAR. El beneficio directo de esto es que el país podrá ahorrar recursos por el pago de intereses por lo que resta del plazo²².

Mercado cambiario minorista y participación del BCCR en el mercado mayorista

En el 2023 el mercado minorista de divisas ha presentado excedentes de dólares que en conjunto con una menor demanda de divisas por parte del SPNB, han contribuido a la reducción en el tipo de cambio. Esta situación ha sido aprovechada por el BCCR para satisfacer necesidades propias de divisas y reponer reservas internacionales.

El mercado cambiario minorista ha tenido un aumento en la oferta de divisas que se acentuó a partir del segundo semestre del 2022 y se ha extendido hasta el 2023. Estos excedentes se han reflejado en las negociaciones en ventanilla de los bancos. En la primera mitad del 2022 esta situación permitió compensar parcialmente la mayor demanda de divisas por parte del sector público no bancario en ese año.

Tal como se mencionó en el apartado de contexto económico, en el 2021 y parte del 2022, la demanda de divisas por parte del SPNB aumentó considerablemente por la necesidad de realizar pagos de importaciones, de hidrocarburos principalmente, a precios internacionales más altos. Debido a que los excedentes en ventanilla fueron relativamente menores en el 2021, las necesidades del SPNB no fueron satisfechas completamente por el BCCR en el MONEX y, por tanto, recurrió a la utilización de reservas internacionales²³. Estos requerimientos del SPNB

²² El préstamo con el FLAR fue aprobado en agosto del 2022. La operación tiene un plazo de 3 años con un año de gracia para el pago de principal. La amortización se hará en ocho pagos trimestrales a partir de noviembre del 2023. Los intereses se calculan con un margen de 201 puntos básicos sobre la tasa SOFR (Secured Overnight Financing Rate) vigente en cada período.

²³ El artículo 87 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558 y el artículo 7 del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado, dispone que el Banco Central podrá intervenir en el Mercado de Operaciones de

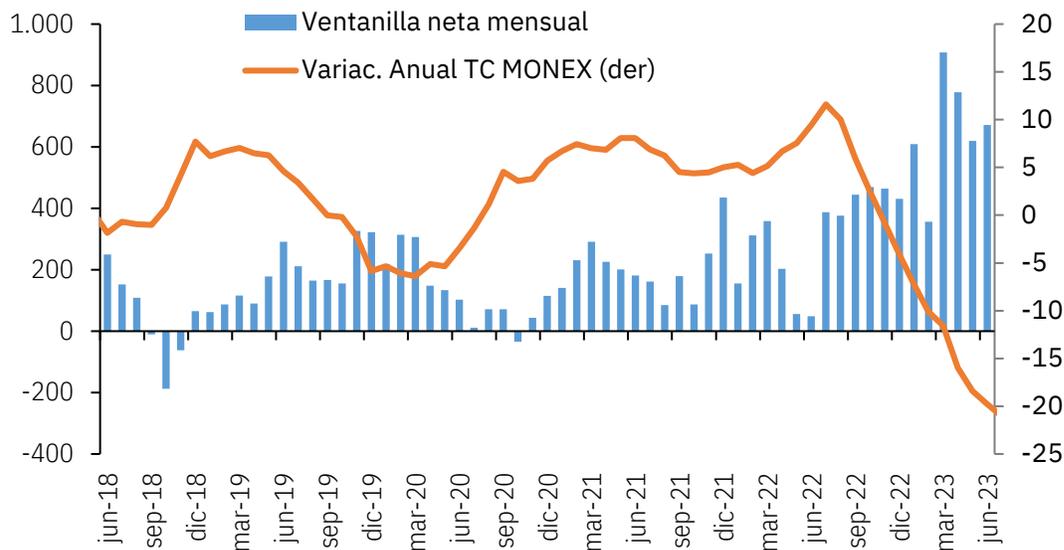
disminuyeron en el 2023 de manera congruente con la normalización de los precios internacionales de las materias primas.

En el 2023 los excedentes se han originado en la entrada de capitales por Inversión Extranjera Directa principalmente, el ingreso de divisas por turismo y el registro de desembolsos de préstamos de organismos internacionales. A junio del 2023 hubo un excedente neto acumulado de 12 meses de USD\$6.514 millones, en comparación con un excedente neto de USD\$2.335 millones a junio del 2022. Esto ha permitido al BCCR comprar divisas en el mercado mayorista MONEX para restituir parte de las reservas utilizadas en los años previos a un costo menor y mejorar la posición externa del país.

Gráfico 22

Excedentes y faltantes de divisas en las ventanillas y tipo de cambio nominal

(millones de dólares americanos y en colones por dólares americanos)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Cabe recordar que la Junta Directiva del BCCR determinó que el BCCR puede participar en el mercado cambiario mayorista por tres motivos: 1) para atender sus propias necesidades de divisas, 2) para suplir los requerimientos del SPNB y, 3) para evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio de manera discrecional (operaciones de estabilización).

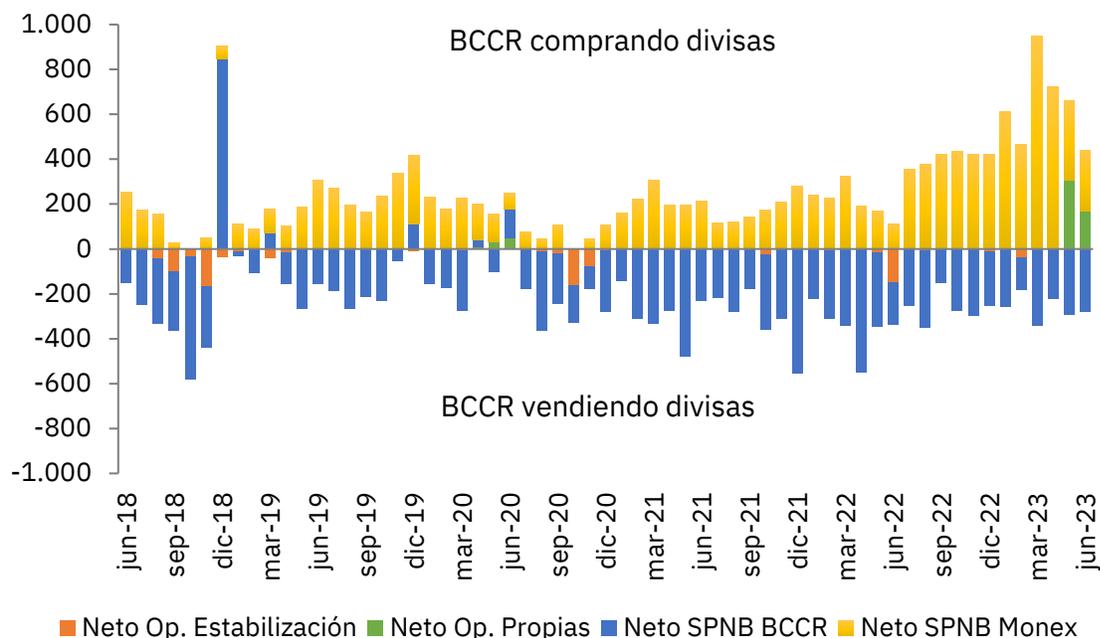
Desde el 2014, el BCCR suplir las necesidades del SPNB mediante el uso de reservas internacionales. Gestiona su participación en el mercado utilizando sus reservas y retrasando las compras para evitar presiones cambiarias cuando este es deficitario y el tipo de cambio tiende al alza. Luego, cuando las condiciones del mercado lo permiten y existen excedentes de divisas, el BCCR compra divisas para restituir las reservas utilizadas anteriormente.

Monedas Extranjeras (MONEX), para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y atender sus propios requerimientos de divisas.

Las operaciones que realiza el BCCR con propósitos de estabilización se rigen por los procedimientos que establece la Comisión de Mercados (anteriormente la Comisión de Estabilidad Financiera) de acuerdo con la estrategia aprobada por la misma Junta Directiva²⁴. Ninguno de ellos es público por lo que no existe una definición pública de “fluctuación violenta” que pueda ser seguida por el mercado.

Gráfico 23

Operaciones del BCCR en el mercado mayorista de divisas y requerimientos del SPNB
(millones de dólares americanos)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

De acuerdo con Cubero, R (2019)²⁵, la regla de intervención tiene parámetros por volatilidad intradía e interdía. La primera se refiere a variaciones violentas dentro del mismo día de negociación con respecto a un parámetro de referencia. Interdía se refiere a desviaciones acumuladas por varios días o semanas en el tipo de cambio que pudieran estar desalineadas con lo que indican las variables económicas fundamentales y que se reflejarían en desviaciones del tipo de cambio real de equilibrio.

Cubero, R (2019) también menciona que el BCCR tiene dos motivaciones para intervenir y contener depreciaciones del colón de gran magnitud: 1) estabilidad del sistema financiero y 2)

²⁴ Artículo 5 del acta de la sesión 5677-2015 del 30 de enero del 2015. En este acuerdo se aprueba la adopción del régimen de flotación administrada a partir del 2 de febrero del 2015.

²⁵ “Costa Rica: Learning to Float”, contenido en: M. Chamon, D.J Hofman, N.E. Magud y A.M. Werner (Eds.) Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America. International Monetary Fund. 2019.

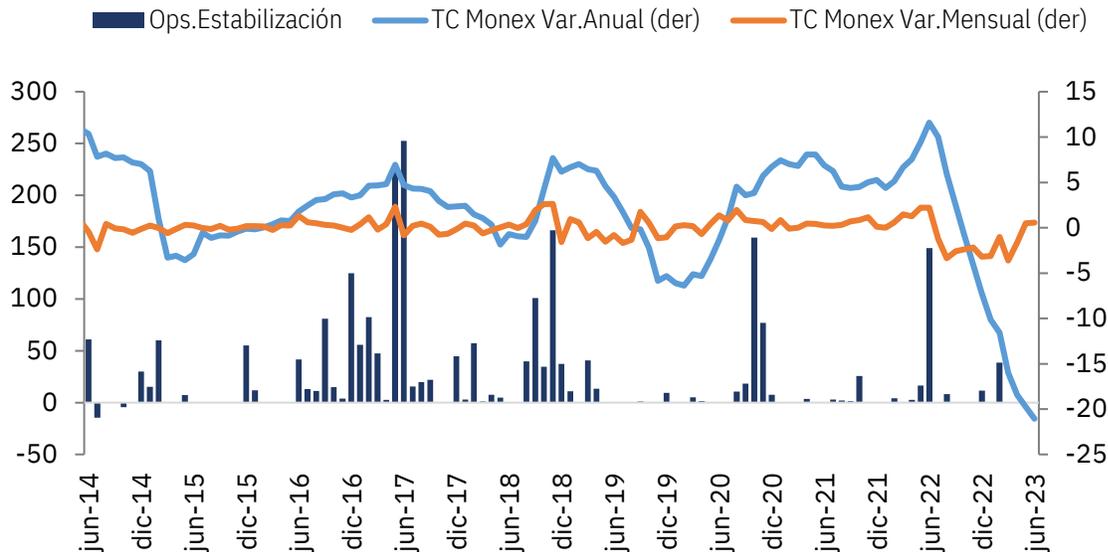
el control de precios. En el primer caso, el alto grado de dolarización de la economía y en particular la existencia de deudores que ganan salarios en colones pero que tienen créditos en dólares, expone al sistema financiero a un aumento en la moratoria de los créditos cuando el tipo de cambio aumenta. En este sentido, es posible decir que la reducción reciente del tipo de cambio ha mejorado la capacidad de pago de estos deudores.

En lo que se refiere al control de precios, el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios internos (abordado en el capítulo de inflación), pero en particular la volatilidad excesiva en el tipo de cambio, tienen repercusiones en la inflación, sobre todo en la que perciben los estratos de ingresos más bajos y también en las expectativas de inflación.

Gráfico 24

Intervención del BCCR mediante operaciones de estabilización (acumulado del mes) y variaciones del tipo de cambio

(millones de dólares americanos y porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Este sesgo se confirma con los datos de intervención del BCCR por estabilización (gráficos 24 y 25), porque desde el 2014 el BCCR no ha reportado operaciones de estabilización por reducciones en el tipo de cambio, solamente por aumentos. Es posible que en ocasiones las operaciones de compra de divisas para el SPNB puedan ser utilizadas por el BCCR para contrarrestar tensiones a la baja en el tipo de cambio, sin embargo, la información disponible públicamente no permite determinar esto con certeza.

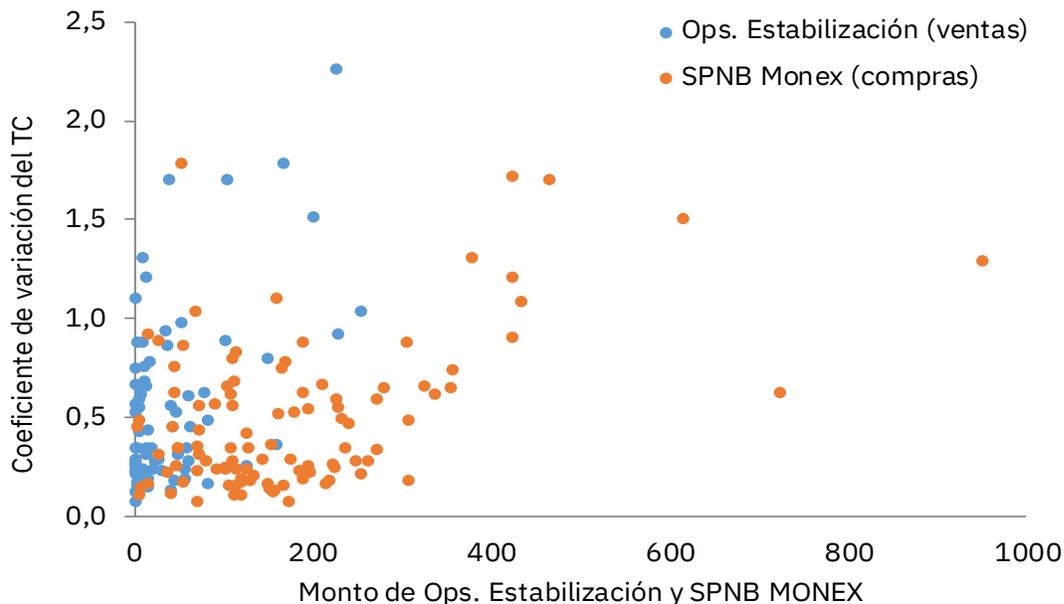
Llama la atención además que, pese a que desde el 2021 a la fecha el tipo de cambio ha presentado variaciones anuales en el rango de 11,6% y -21% y mensuales entre 2,2% y -3,6% y que ha sido evidente la mayor variabilidad que ha tenido el tipo de cambio en el mercado mayorista desde el 2022, el BCCR ha reportado una intervención relativamente pequeña por concepto de operaciones de estabilización en comparación con períodos previos. Los montos

más altos de operaciones de este tipo del 2020 y 2022 efectivamente coinciden con variaciones altas en el tipo de cambio, tanto en términos anuales como mensuales.

Considerando que las operaciones de estabilización tienen el propósito de contener fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, sería esperable que el BCCR intervenga con montos más altos cuando existe mucha variabilidad y que estas sean de mayor magnitud. Sin embargo, la distribución de las operaciones en relación con el coeficiente de variación del tipo de cambio que se observó al momento de intervenir no muestra una relación tan clara en este sentido. En general las operaciones de estabilización se dieron por montos acumulados pequeños y en momentos de baja variabilidad.

Gráfico 25

Intervención del BCCR mediante operaciones de estabilización (acumulado del mes) y coeficiente de variación del tipo de cambio (22 días hábiles)
(unidades y millones de dólares americanos)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Expectativas de variación cambiaria

Después de haberse reducido significativamente en el último semestre del 2022, las expectativas de variación de tipo de cambio del BCCR apuntan a una corrección parcial de la tendencia del tipo de cambio. Otras encuestas de expectativas indican que las personas y empresas esperan un tipo de cambio relativamente estable en los próximos 12 meses.

Pese a que el tipo de cambio ha disminuido durante el 2023, las expectativas de variación cambiaria tomadas de la Encuesta de Expectativas de Inflación y Tipo de Cambio del BCCR de junio del 2023 siguen apuntando a una depreciación del colón en los próximos 12 meses. En

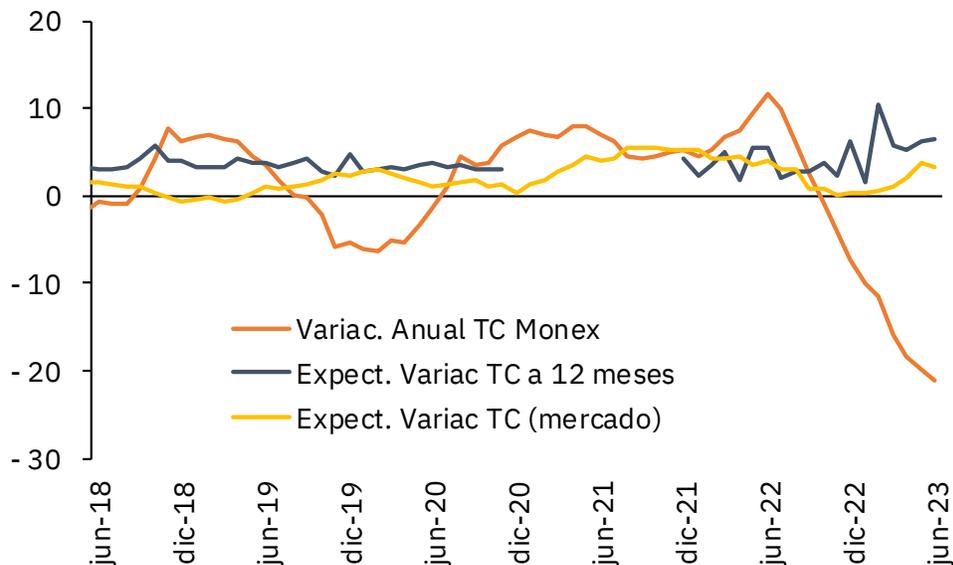
promedio los encuestados esperan que el tipo de cambio tenga una corrección parcial hacia el alza de 6,5% en los próximos 12 meses, mientras que la expectativa tomada de la información de mercado de deuda, indica que la corrección podría ser de 3,3%.

Esta diferencia sugiere que los encuestados podrían estar esperando que el BCCR intervenga más en el mercado cambiario para detener la apreciación del colón y que se reviertan parcialmente algunos de los factores que han generado los excedentes de divisas. Sin embargo, los datos económicos demuestran que algunos de estos factores no son del todo temporales y, además, que son deseables para el buen desempeño de la economía del país, tales como: la mejora en la percepción de riesgo de Costa Rica, el ingreso de inversión directa y los ingresos de divisas por mayores exportaciones y turismo.

Al igual que en el caso de la expectativa de inflación, desde que se reanudó la encuesta ha aumentado la dispersión de las respuestas sobre la expectativa de variación cambiaria (desviación estándar). Antes que la encuesta fuera suspendida, el promedio de la desviación estándar fue de 3,8% en el 2020 para la expectativa a 12 meses. Luego de que la encuesta se reanudó, la desviación ascendió a 6,2% en promedio en el 2023.

Esto es indicativo de que, tras la reanudación de la encuesta, se incorporaron cambios en la selección de la muestra y en los procedimientos de recolección de la información que podrían estar generando la dispersión y que inciden en la congruencia de los resultados. Sin embargo, el BCCR no ha publicado un documento metodológico que permita validar posibles cambios en este sentido. Tampoco publica algún informe mediante el cual explique al público los resultados obtenidos de la encuesta.

Gráfico 26
Expectativas de variación del tipo de cambio a 12 meses
(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Otras encuestas revelan que las expectativas de variación cambiaria se han ajustado a la baja. Por ejemplo, en la Encuesta de Confianza del Consumidor de la Escuela de Estadística de la UCR de mayo del 2023, indica que el porcentaje de entrevistados que espera un aumento en el tipo de cambio en los próximos 12 meses se redujo de 68,2% en mayo del 2022 a 47,4% en mayo del 2023. La mayoría de las personas que cambió su expectativa respondió que el tipo de cambio no tendría cambios en ese horizonte.

En esa misma dirección, la Encuesta de Expectativas Empresariales que realiza el Instituto de Investigación en Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica, indica que, al segundo trimestre del 2023, el porcentaje de empresarios que estima que el tipo de cambio aumentará se redujo a 42,4% desde 69% en el mismo trimestre del año previo. Esta respuesta fue generalizada en todos los sectores económicos representados. Destaca también que un 72,8% de los empresarios considera que su expectativa de tipo de cambio no afectará o afectará positivamente la competitividad.

Bibliografía

- Abarca, Alejandro; Villamichel, Pablo. 2018. ¿Se debería devaluar el colón para promover el crecimiento? Estado de la Nación. Capítulo: Oportunidades, estabilidad y solvencia económicas. Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2018.
- Alfaro, Alonso; Barquero, José; León, Jorge; Muñoz, Evelyn. 2016. Efectos macroeconómicos de una depreciación. Banco Central de Costa Rica. Documento de trabajo N.º004|2016.
- Alfaro-Ureña, Alonso; Sandoval, Catalina. 2022. Relación entre los precios de las materias primas y la inflación en Costa Rica. Banco Central de Costa Rica. Nota técnica N.º09|2022.
- Alfaro-Ureña, Alonso; Sandoval, Catalina. 2022. Análisis histórico del tipo de cambio real en Costa Rica. Banco Central de Costa Rica. Documento de trabajo N.º02|2022.
- Álvarez, Cristian; Esquivel, Manfred. 2016. Efecto de cambios de precio en materias primas sobre los precios domésticos en Costa Rica, ¿influye el nivel de competencia en los mercados? Banco Central de Costa Rica. Documento de trabajo N.º006|2016.
- Barrantes, Kevin; Brenes, Carlos; Herra, Melissa; Jiménez, Susan; Vindas, Alberto. 2021. Indicadores de inflación subyacente: una actualización. Banco Central de Costa Rica. Nota técnica N.º07|2021.
- Cubero, R., Lankester, V., y Munoz, E. 2019. Costa Rica: Learning to Float, (pp. 155–193). En: M. Chamon, D.J Hofman, N.E. Magud y A.M. Werner (Eds.) Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America. International Monetary Fund.
- Commodity Markets Outlook. Abril del 2023. International Bank for Reconstruction and Development / World Bank.
- Índice de precios al productor de la manufactura. Nota metodológica. Banco Central de Costa Rica. 2014.

- Informe de la Encuesta de Expectativas Empresariales del segundo trimestre del 2023. Junio del 2023. Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas. Universidad de Costa Rica.
- Informe de la Encuesta de Confianza de los Consumidores. Encuesta N.º 78. Mayo del 2023. Escuela de Estadística. Universidad de Costa Rica.
- Informe del Índice de Precios al Consumidor, mayo del 2023, base diciembre del 2023. Año 35. Volumen 5. ISSN: 2215-6283. Junio del 2023. Instituto Nacional de Estadística y Censos.
- Informe Mensual de Coyuntura Económica. División Económica y División Gestión de Información. Banco Central de Costa Rica. Junio del 2023.
- Durán, Rodolfo; Torres, Carlos. 2007. Hacia el entendimiento del fenómeno inflacionario: el caso de Costa Rica. Banco Central de Costa Rica. Informe técnico DIE-28-2007-IT.
- Meléndez, Dennis. 2022. El consumidor frente a la regulación de los servicios públicos. Academia Centroamericana. Ensayo. Referencia: PV0322.
- Meléndez, Dennis; Yong, Marlon; Angulo, José. 2021. Efectos y defectos de la regulación de los servicios públicos en Costa Rica. Nuevos desafíos ante nuevos paradigmas. LEAD University. Serie Debates de política pública N.º2.
- Muñoz, E. 2018. Adopción del esquema de meta de inflación en Costa Rica. Banco Central de Costa Rica. Nota técnica 001-2018.
- Orane, Angelo. 2015. Estimación del traspaso del tipo de cambio hacia distintos componentes del índice de precios al consumidor. Banco Central de Costa Rica. Documento de trabajo N.º006|2015.
- Segura-Rodríguez, Carlos; Collado, Andrea. 2021. Estabilidad de las Expectativas de Inflación. Banco Central de Costa Rica. Nota técnica N.º01|2021.