



**ESTADO
DE LA NACIÓN**

Informe Estado de la Nación 2025

Investigación

Sector monetario y el rol de la política monetaria

Investigadores:

Mauricio Monge

María José Sauma Chacón

San José | 2025



PROGRAMA
ESTADO DE LA NACIÓN



**CONSEJO
NACIONAL
DE RECTORES**

339.4
M743s

Monge, Mauricio

Sector monetario y el rol de la política monetaria / Mauricio Monge, María José Sauma Chacón. -- San José, C.R. : PEN, 2025.

1 recurso en línea (45 páginas): archivos de texto PDF, 1170 KB

ISBN 978-9930-654-70-5

Investigación para el Informe Estado de la Nación 2025 (no. 31)

1. POLÍTICA MONETARIA. 2. DOLARIZACIÓN. 3. MERCADO DE DIVI-
SAS. I. Sauma Chacón, María José. II. Título.



Información de las personas autoras:

Mauricio Monge. <https://orcid.org/0009-0007-6213-1769>

María José Sauma Chacón. <https://orcid.org/0000-0002-1178-9153>

Esta obra se comparte bajo la licencia
Reconocimiento – No Comercial – Compartir Igual
(CC-BY-NC-SA)

Permite usar una obra para crear otra obra o contenido, modificando o no la obra original, siempre que se cite al autor, la obra resultante se comparte bajo el mismo tipo de licencia y no tenga fines comerciales

Permite usar una obra para crear otra obra o contenido, modificando o no la obra original, siempre que se cite al autor, la obra resultante se comparte bajo el mismo tipo de licencia y no tenga fines comerciales



Índice

Descargo de responsabilidad	4
Introducción.....	4
Sección I. Variaciones en los niveles de precios.....	5
Dos años después, los precios continúan a la baja	5
Se reducen las brechas entre subíndices, pero porque rondan el cero	7
El impacto diferenciado sobre grupos de hogares.....	10
Sección II. El rol de la política monetaria	16
Las metas de inflación y la Tasa de Política Monetaria	16
El manejo de la política monetaria en medio de vaivenes domésticos y mundiales	19
Repercusiones del estancamiento de la TPM	26
Los retos del BCCR en el manejo de la política monetaria	32
Conclusiones	36
Referencias bibliográficas.....	39
Anexos.....	40

Descargo de responsabilidad

Esta investigación se realizó para el *Informe Estado de la Nación 2025*. El contenido es responsabilidad exclusiva de su autor, y las cifras pueden no coincidir con las consignadas en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Introducción

Después de enfrentar inflaciones superiores al 12% en el 2022, Costa Rica entró en un proceso de enfriamiento de la economía, con tendencias deflacionarias desde 2023, un mercado laboral debilitado por baja participación y un crecimiento económico principalmente impulsado por el régimen especial y no el definitivo. La política monetaria por parte del Banco Central de Costa Rica se ha enfocado en la cautela ante la incertidumbre global provocada por la tensión geopolítica internacional y las políticas comerciales de Estados Unidos. Esto ha resultado en una política monetaria restrictiva, que ha tenido consecuencias para toda la economía costarricense, pues la inflación lleva 27 meses sin alcanzar su meta.

Esta investigación busca identificar las tendencias en los niveles de precios en los últimos años y determinar el rol que ha tenido la política monetaria del país sobre estas. A través del análisis de las series de tiempo de los diferentes macroprecios y la producción, se identifican relaciones entre variables y sus posibles implicaciones a nivel macroeconómico.

Adicionalmente, mediante el estudio del contexto nacional e internacional se discute la política monetaria de los últimos años y sus repercusiones, así como sus principales retos.

Entre los resultados principales se encuentra que las variaciones en la inflación han sido principalmente derivadas por cambios en los precios de los bienes y no de los servicios, teniendo implicaciones sobre el poder adquisitivo de los hogares. Adicionalmente, se confirma que los hogares de menores ingresos son los más sensibles ante los cambios en los precios, por lo que se recomienda analizar la inflación contemplando la diversidad de impactos que tiene. Asimismo, se identifica que, incluso con una brecha de producto positiva y expectativas

dentro del rango meta, la inflación subyacente permanece persistentemente baja, lo que sugiere espacio para recortes más agresivos en la TPM.

El documento tiene la siguiente estructura: en primer lugar, se analizan las variaciones en los niveles de precios, tanto a nivel agregado como desagregado por subíndices, y enfatizando el impacto diferenciado entre grupos de hogares. En segundo lugar, se caracteriza la política monetaria de los últimos años, se discute las repercusiones que esta ha tenido en el periodo actual y se identifican los retos que enfrenta. Por último, el estudio cierra con conclusiones respecto a la situación de los macroprecios del país y su política monetaria.

Sección I. Variaciones en los niveles de precios

Dos años después, los precios continúan a la baja

A partir del complicado entorno macroeconómico global, ocasionado inicialmente por la pandemia de Covid-19 e intensificado por diversos sucesos internacionales, Costa Rica, al igual que el resto del mundo, enfrentó niveles de inflación muy altos en 2022. En particular, posterior a febrero de ese año y hasta abril del 2023 el país tuvo tasas de inflación de más del 4% (gráfico 1), es decir, tasas mayores a la cota superior de su meta inflacionaria (la cual es 3% con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual).

Gráfico 1

Variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

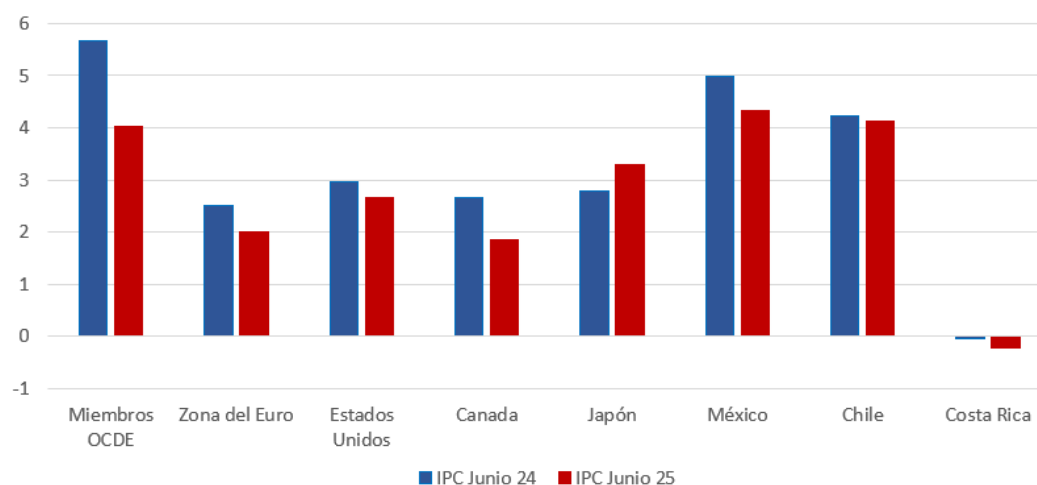
Sin embargo, un año después de esta alza en inflación, Costa Rica más bien se enfrentó a una baja en los precios, y continúa haciéndolo. Desde junio del 2023, el índice de precios al consumidor ha tenido en 18 de los 25 meses posteriores resultados negativos.

Específicamente, en agosto del 2023 alcanzó un bajo histórico de -3,28%. A partir de ese momento las reducciones no fueron tan abruptas, y algunos meses inclusive alcanzaron inflaciones positivas. A pesar de que el 2024 cerró el año con una inflación positiva pero menor al 1%, y continuó así por unos meses, en mayo 2025 volvió a ser negativa. Este comportamiento a la baja se deriva de una política monetaria restrictiva por parte del Banco Central y la apreciación de la moneda local. Si bien estas cifras no necesariamente muestran inestabilidad macroeconómica, pueden implicar que la producción no se está estimulando como podría¹.

Este comportamiento de la economía costarricense es un caso particular, ya que en la mayor parte del resto del mundo las inflaciones siguen siendo positivas, aunque no a los niveles del pico en 2022. Comparado con otros países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y de Latinoamérica, solo Costa Rica presenta variaciones interanuales negativas (gráfico 2). Inclusive Japón, una economía que tuvo inflaciones negativas o muy cercanas a cero por más de dos décadas, tiene tasas cercanas a 3% actualmente.

¹ La inflación es un mecanismo para incrementar la producción, dado el premio para productores de incrementar sus precios. Más adelante en el documento se explican más detalladamente los mecanismos de transmisión.

Gráfico 2
Inflación interanual de economías seleccionadas



Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE.

En general, para 2024 la inflación en muchos países retornó a valores coherentes con su objetivo inflacionario, por lo que la política monetaria en estos se volvió menos restrictiva. Ese año, en las economías avanzadas los bancos centrales comenzaron a recortar sus tasas de interés de referencia y en las economías emergentes continuaron con ajustes a la baja (BCCR, 2024). En 2025, continuó la tendencia global, pero a un menor ritmo, influida por la baja del precio del crudo y la prudencia en la política monetaria debido a la incertidumbre generada por las políticas comerciales de Estados Unidos (BCCR, 2025). En contraste, en Costa Rica la reducción de la tasa de política monetaria se dio mucho más lentamente en 2024, y no hubo recortes de esta durante el primer semestre del 2025.

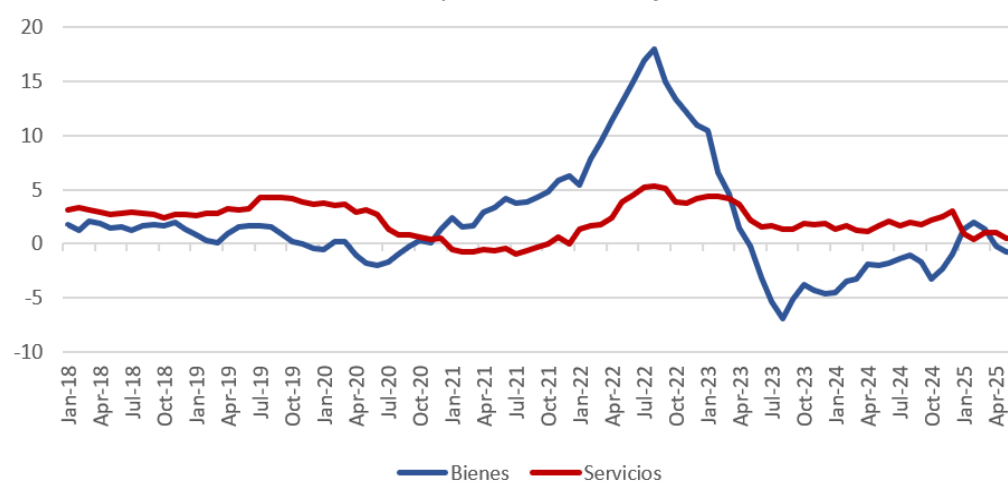
Se reducen las brechas entre subíndices, pero porque rondan el cero

El gráfico 3 muestra el comportamiento de los índices de precios de bienes y servicios de consumo. A partir de la pandemia de Covid-19, la variabilidad de los precios de los bienes de consumo se intensificó mucho más que la de los servicios. Este resultado es esperable, por las bajas de producción a nivel global por cierres debido a medidas sanitarias, la posterior crisis de contenedores, y las tensiones geopolíticas en Europa, que impactaron los precios internacionales de materias primarias y los costos de importación (BCCR, 2022). Durante el 2021 y 2022, la brecha promedio entre los índices de precios de bienes y servicios fue de 6,5 puntos porcentuales, alcanzando una diferencia máxima de 12,7 p.p. en agosto del 2022.

Al contrario, en el año 2023, como repercusión de políticas monetarias contractivas aplicadas dentro y fuera de Costa Rica, se dio una baja en los precios de los bienes. Es posible visualizar cómo a partir de abril de ese año la inflación sobre los servicios sobrepasó la de los bienes, más aún, los bienes tuvieron un comportamiento deflacionario desde mayo 2023 hasta enero 2025. Por otra parte, los servicios enfrentaron tasas de inflación positivas en esos mismos meses, aunque menores al 2%, con la excepción de junio 2024 y los últimos tres meses de ese año. Entre 2023 y 2024, la brecha promedio entre estos índices fue de 4,5 p.p., con una diferencia máxima de 8,3 p.p. en agosto 2023.

Gráfico 3

Variación interanual en los índices de precios de bienes y servicios



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

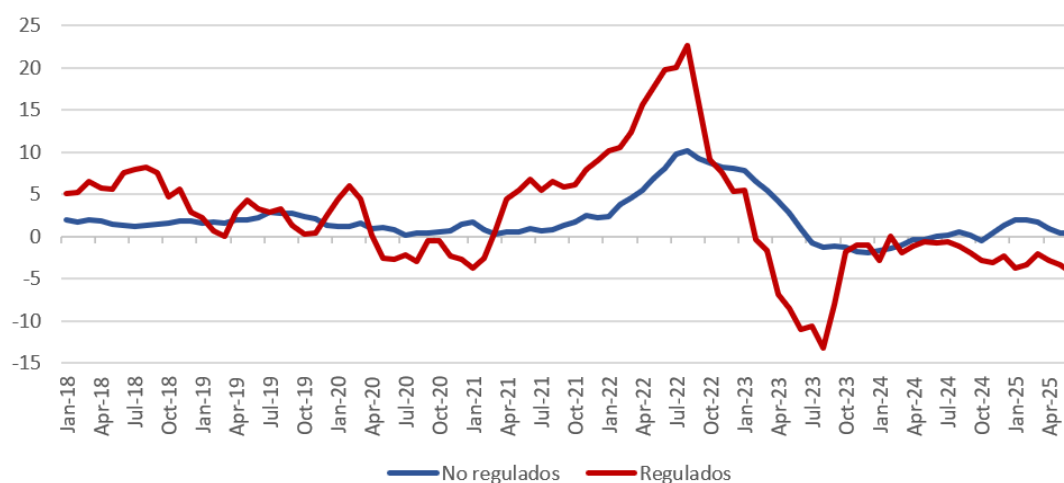
Distinto a los cuatro años anteriores, en el 2025 no se han presentado diferencias amplias entre los índices de bienes y servicios. Con una brecha promedio de 1 p.p., tanto el índice de precios bienes como el índice de precios de servicios se han encontrado rondando el 0%. Aunque en este año los servicios no han tenido variaciones negativas, los bienes sí las tuvieron entre abril y junio. Esta disparidad entre los precios de bienes y servicios es relevante dado el efecto que puede tener sobre el poder adquisitivo de los hogares, debido al peso que tienen los servicios sobre los ingresos de los hogares y los bienes sobre la canasta de consumo de estos².

² Si bien la relación no es totalmente lineal, en Costa Rica la mayor parte de la población trabajadora está empleada en el sector servicios -73% en el II trimestre de 2025 (ECE, 2025)- y la mayor parte del ingreso de los hogares proviene de la remuneración al trabajo -80% en 2024 (ENAH0, 2024)-. Por tanto, variaciones en los precios de los servicios impactan los ingresos de los hogares. Por otra parte, la canasta de consumo de los hogares está compuesta por 207 bienes y 82 servicios, lo que la hace mucho más sensible a los bienes.

Otra brecha entre índices de precios que se redujo fue entre los precios de bienes y servicios regulados y no regulados, desde 2024, aunque menos significativamente durante este año (gráfico 4). Mientras que el comportamiento de los precios de los no regulados muestra una variación mucho más paulatina, el comportamiento de los regulados presenta cambios más abruptos debido a su naturaleza³, lo que dispara la disparidad entre estos dos grupos.

Gráfico 4

Variación interanual de los índices de precios regulados y no regulados



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

En agosto de 2022, debido a la eliminación del esquema de fijación del precio del arroz se dio un punto de inflexión a la baja en el índice de bienes y servicios regulados⁴. En febrero del 2023, los bienes y servicios regulados pasaron a enfrentar tasas de inflación negativas, mientras que sus contrapartes no reguladas lo hicieron hasta julio de ese año. A partir de ahí, ambos índices se mantuvieron negativos, con la excepción de junio a setiembre de 2024 por parte de los no regulados, aunque estos no superaron el 0,57%.

La brecha promedio entre los índices de precios regulados y no regulados en 2024 fue de solamente 1,6 p.p., la más baja en los últimos ocho años. Sin embargo, en el 2025 la brecha se ha empezado a acrecentar principalmente por el sostenido comportamiento deflacionario de los bienes y servicios regulados, mientras que los no regulados están viendo, desde noviembre,

³ Se consideran bienes regulados aquellos cuyo precio es regulado por alguna institución, mientras que los no regulados son aquellos cuyo precio es determinado por los propios establecimientos. Por tanto, los cambios en los regulados se deben a tomas de decisiones o reglas derivadas de modelos institucionales que deben anunciarse, por lo que los cambios no son dinámicos y presentan mayores quiebres.

⁴ Durante ese periodo, el precio internacional del arroz tuvo un comportamiento al alza (FAO, 2025) lo que impactaba el precio del arroz interno y el índice de bienes regulados; al pasar a ser un bien no regulado, este comportamiento se trasladó al otro grupo.

tasas positivas. Es decir, la inflación positiva que se ha alcanzado en algunos de los últimos meses es totalmente explicada por el comportamiento de los precios de los bienes y servicios no regulados.

El impacto diferenciado sobre grupos de hogares

En adición al análisis de los índices de precios desagregados por tipo y por condición de regulación, es también relevante visualizar el comportamiento por división dentro de la canasta. El Índice de precios al consumidor (IPC) mide la tasa de variación, entre dos periodos, de los precios de una canasta de bienes y servicios representativa del patrón de consumo final de los hogares residentes en el país. Por tanto, es posible desagregar esta canasta por división acorde a características de estos bienes y servicios. El Cuadro 1 muestra estas divisiones, su respectiva ponderación en la canasta, y la variación interanual de los últimos tres años.

Cuadro 1
Variación interanual por división del IPC (%)

División	Ponderación	Variación interanual		
		Junio 23	Junio 24	Junio 25
Alimentos y bebidas no alcohólicas	24,32	3,84	-1,47	1,56
Transporte	14,82	-15,56	-2,01	-5,02
Alquiler y servicios de la vivienda	12,51	1,65	2,22	1,54
Información y comunicación	7,84	-5,70	6,00	-4,03
Bienes y servicios diversos	6,80	3,11	-1,29	1,62
Salud	6,04	1,48	1,17	0,53
Comidas fuera del hogar y servicios de alojamiento	6,03	5,52	1,95	1,16
Artículos para la vivienda y servicio doméstico	5,94	2,55	-1,65	-1,14
Educación	5,36	3,00	1,68	3,63
Recreación, deporte y cultura	5,09	3,24	0,65	-0,54
Prendas de vestir y calzado	3,98	-0,87	-3,63	-1,75
Servicios financieros y seguros	0,67	-1,72	0,38	0,50
Bebidas alcohólicas y tabaco	0,62	4,89	0,02	-0,79

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

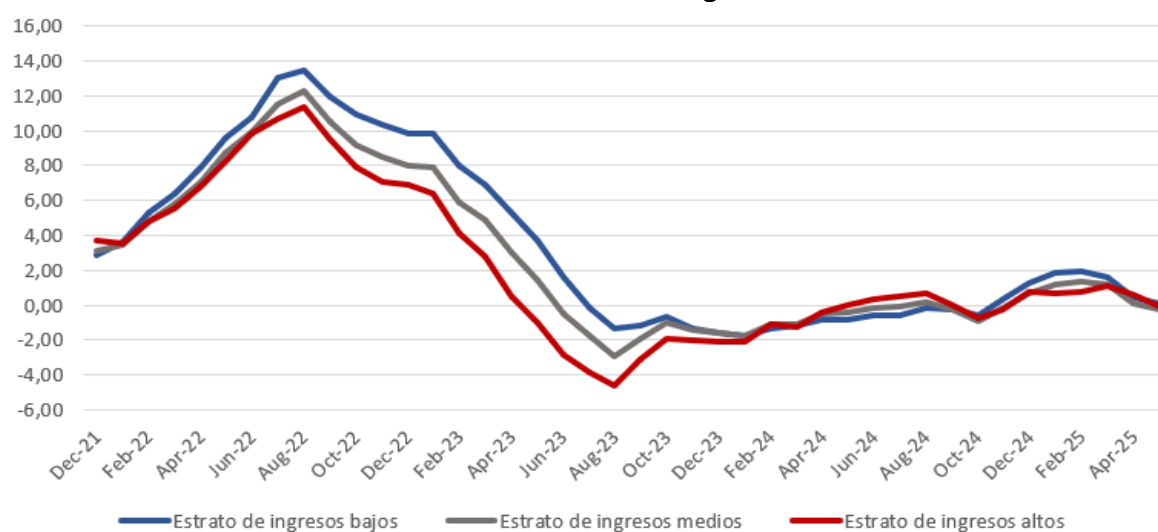
En el país, los alimentos y bebidas no alcohólicas tienen el mayor peso dentro de la canasta de consumo, representando casi una cuarta parte de esta. Seguidamente, se tienen los bienes y servicios relacionados con el transporte, que representan casi 15%, y el alquiler y servicios de la vivienda con 12,5%. Todas las siguientes divisiones representan menos de 10%, y otras como las bebidas alcohólicas y tabaco y los servicios financieros y seguros no representan ni 1%.

En junio 2025, la división que presentó mayor variación en precios fue la de transporte, que tuvo una caída de 5%, principalmente debida a la baja en los precios de los combustibles y en los servicios de transporte de pasajeros. Similarmente, la división de información y comunicación tuvo una reducción interanual de 4%, resultado parcial de reducciones en los

precios de los servicios de telecomunicaciones en paquetes. Al contrario, la división que enfrentó la mayor variación interanual positiva para ese periodo fue la educación, con una tasa de 3,6%, derivada principalmente de aumentos en los costos de la educación universitaria.

En los últimos tres años, las categorías de transporte e información y comunicación han sido las que han presentado mayores variaciones, a la baja y al alza. Estas volatilidades se deben a las variaciones en los precios del petróleo (transporte) y en los precios de las comunicaciones. Sin embargo, es importante destacar que el impacto de estas variaciones afecta de manera desigual a los hogares en diferentes estratos de ingreso, ya que la composición de las canastas varía de acuerdo con estos.

Gráfico 5
Variación interanual del IPC de acuerdo con el estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

El gráfico 5 permite visualizar el impacto diferenciado de las variaciones en los precios sobre los diferentes estratos de ingreso. A pesar de que las tendencias son las mismas, ya que requeriría de un caso particular que las canastas de los hogares no compartan bienes y servicios, o que estos no siguieran los movimientos de la economía, es posible observar que los efectos se dan de manera más amplia sobre un grupo o sobre el otro. Por ejemplo, en las alzas de precios del año 2022, los hogares de estratos de ingresos bajos percibieron un aumento de hasta más de tres puntos porcentuales en el costo de su canasta en comparación con los

hogares de estratos de ingresos altos. Al contrario, la inflación negativa benefició principalmente a los hogares de ingresos altos, que vieron una reducción de hasta casi 5 p.p. mayor en el costo de su canasta que los hogares de ingresos bajos. A partir de febrero de 2024 la brecha del impacto sobre la canasta de los diferentes grupos de hogares se ha visto reducida, estando la mayor parte del periodo por debajo de medio punto porcentual. Por otra parte, en los meses de junio a setiembre de 2024, los hogares de ingresos bajos enfrentaron una variación negativa en los precios, mientras que los hogares de ingresos altos vieron una variación positiva.

Sin embargo, al analizar estas cifras no basta solamente considerar el impacto sobre el costo de la canasta como tal, sino que también es relevante examinar lo que representa esta variación en relación con los ingresos de cada grupo de hogares. Por ejemplo, para un hogar con ingresos bajos una variación de precios tiene mayores consecuencias sobre su poder adquisitivo que para un hogar con ingresos altos. Para contextualizar, se puede observar el cuadro 2 que muestra la proporción del ingreso per cápita del hogar necesaria para cubrir el costo de la canasta básica alimentaria (CBA)⁵. Si bien la CBA no es la canasta de consumo de los hogares, es comparable con el gasto en alimentos y bebidas no alcohólicas de estos⁶. El gasto en este tipo de bienes es de particular relevancia, ya que es el componente principal de la canasta de consumo; para los hogares del estrato de ingresos bajos representa un 40% de esta, para los del estrato de ingresos medios, 28%, y para los del estrato de ingresos altos, 18%.

⁵ La CBA es un conjunto de alimentos que fueron seleccionados de acuerdo a su aporte calórico y a su frecuencia de consumo; expresados en cantidades que permiten satisfacer, por lo menos, las necesidades de calorías de un individuo promedio de una población de referencia. Esta canasta no debe confundirse con la canasta de consumo del IPC, la cual se conforma por un conjunto de bienes y servicios representativos del consumo final de los hogares.

⁶ El INEC publica mes a mes las variaciones en el índice de precios, tanto de la canasta como la variación en el precio de cada uno de los bienes y servicios. Sin embargo, no se publica el costo promedio de la canasta ni el costo de estos bienes y servicios por lo que no es posible comparar directamente los ingresos de los hogares con estos.

Cuadro 2

Proporción del ingreso per cápita del hogar promedio necesaria para cubrir el costo de la canasta básica alimentaria por quintil de ingreso (%)

	Quintil 1	Quintil 2	Quintil 3	Quintil 4	Quintil 5
2014	83,5	36,6	21,7	12,5	4,5
2015	83,6	36,5	21,9	12,7	4,4
2016	81,0	35,9	21,4	12,5	4,3
2017	78,9	36,1	21,8	12,7	4,4
2018	80,4	35,9	21,5	12,5	4,4
2019	78,9	36,2	21,9	12,7	4,5
2020	88,6	41,6	25,3	14,3	5,0
2021	81,0	37,4	22,0	12,6	4,4
2022	87,5	41,5	24,6	14,3	5,3
2023	82,5	38,6	23,1	13,6	5,1
2024	71,5	34,3	20,5	12,2	4,7

Nota: Se toman los valores del costo de la CBA de julio de cada año, coincidente con la información de ingresos de la Enaho.

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

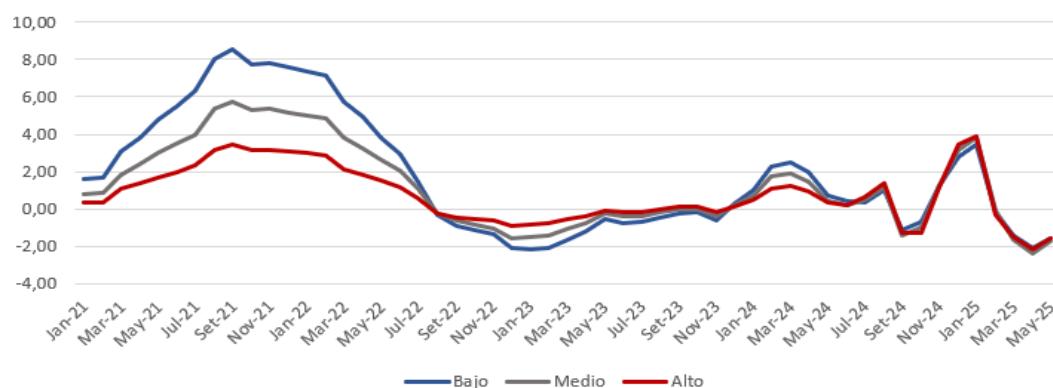
Para los hogares del primer quintil, el costo de la canasta básica alimentaria representó, en 2024, el 71,5% de su ingreso per cápita, el valor más bajo de la década. Adicional a este año, solamente en 2017 y 2019 se encontró por debajo del 80%. Aun así, adquirir la totalidad de esta canasta dejaría a los hogares de este quintil con menos de una tercera parte de su ingreso para cubrir otros gastos, lo cual resulta insuficiente.

Similarmente, para los hogares del segundo, tercer y cuarto quintil, la proporción del ingreso necesaria para cubrir el costo de la CBA también alcanzó el valor más bajo de la última década en 2024, aunque este valor no es lejano al promedio del periodo de ninguno de los tres quintiles. Adicionalmente, es relevante notar que la proporción que representa el costo de la CBA para los hogares del segundo quintil, 34,3%, es menos de la mitad de lo que representa para el primer quintil, aunque sigue siendo un valor relativamente alto. Por otra parte, la diferencia entre esta proporción entre el quintil 3 y el quintil 4 es de menos de diez puntos porcentuales.

Al contrario, para los hogares del quinto quintil, en 2024 la proporción del ingreso necesaria para cubrir el costo de la CBA fue de 4,7%, cifra más baja que los dos años anteriores, pero mayor que el promedio de la última década. En adición, es importante notar que esta cifra es una decimoquinta parte de lo que representa para los hogares del primer quintil.

Gráfico 6

Efecto de la variación en precios de alimentos y bebidas no alcohólicas sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



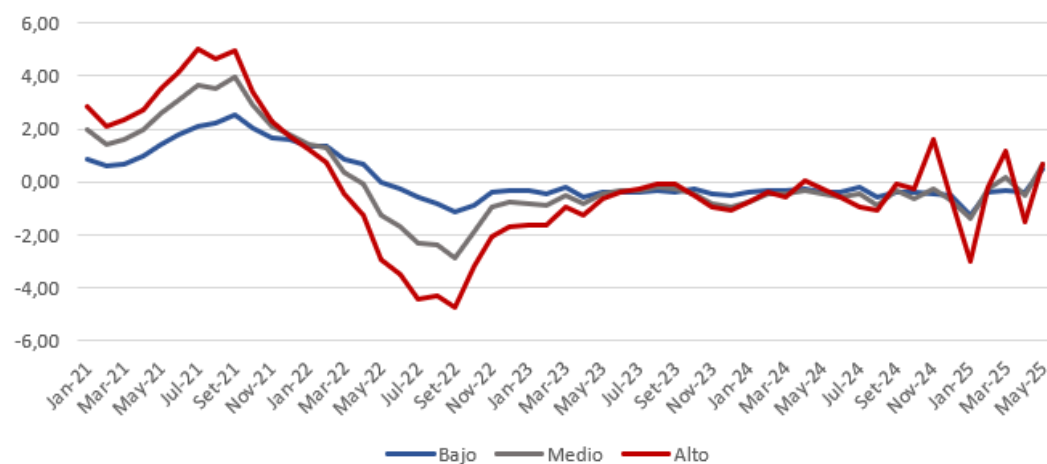
Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

En relación con lo explicado, es posible observar, mediante la composición de las canastas, el efecto de los diferentes componentes sobre los grupos de hogares. El Gráfico 6 muestra cómo el alza en los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas en los años inflacionarios 2021-2022 impactó principalmente a los hogares de estratos de ingresos bajos. Además, en la deflación de 2023, los hogares de ingresos bajos también se vieron mayormente beneficiados por las reducciones de precios en este tipo de bienes. Este comportamiento se debe principalmente a que los alimentos y bebidas no alcohólicas tienen mayor peso relativo en la canasta de estos hogares que en sus contrapartes.

Por otra parte, las canastas mayormente impactadas por variaciones en los precios de bienes y servicios relacionados al transporte son las de los hogares de estratos de ingreso alto (gráfico 7). En particular, la sensibilidad se da debido a la dependencia del combustible, aunque también se ve afectada por la compra de automóviles y boletos aéreos. Al contrario, las canastas de los hogares de estratos bajos sufren de menores impactos a la variación de precios en esta división. Sin embargo, vale recalcar que, en relación con los ingresos, la magnitud de esta variación es mayor sobre los hogares de estratos bajos.

Gráfico 7

Efecto de la variación en precios de transporte sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

En los últimos años, otras divisiones que han tenido fluctuaciones importantes han sido los precios del alquiler y servicios de la vivienda, la información y las comunicaciones, y la recreación el deporte y la cultura. Sin embargo, en ninguna de estas tres divisiones se encuentran brechas de impacto entre canastas de estratos tan amplias como para las divisiones de alimentos y bebidas no alcohólicas y transporte. Adicionalmente, otras divisiones como prendas de vestir y calzado, servicios financieros y seguros, y bebidas alcohólicas y tabaco sí tiene distorsiones entre las canastas por grupos de hogares, pero el efecto general sobre la canasta es depreciable (para más detalle, anexo 1).

Sección II. El rol de la política monetaria

Las metas de inflación y la Tasa de Política Monetaria

Las metas de inflación son un enfoque moderno de política monetaria en el que el banco central se compromete a mantener la inflación dentro de un rango específico. A diferencia de otros esquemas del pasado que priorizaban la estabilidad del tipo de cambio o incentivar el crecimiento económico, este régimen pone el control de los precios como objetivo principal (aunque no el único, como se verá más adelante).

Para lograrlo, el banco central utiliza como principal instrumento la tasa de política monetaria (el costo del dinero para los bancos), con el fin de influir en el consumo, la inversión y, en última instancia, la inflación. Además, se busca ser transparente y creíble: el banco comunica sus decisiones de manera regular y clara, lo que ayuda a que la población, empresas e inversionistas formen expectativas más estables.

En concreto, el sistema funciona así (Gráfico 8): las **metas de inflación** son el **objetivo central** de la política monetaria, donde el banco central se compromete a mantener la tasa de inflación dentro de un rango previamente definido. Para alcanzar este objetivo, el banco utiliza la **Tasa de Política Monetaria** (TPM) como su principal **instrumento de política**.

Cuando la inflación comienza a alejarse de la meta, el banco central ajusta la TPM para influir en la economía a través de varios **mecanismos de transmisión**. Por ejemplo, si la inflación está por encima del objetivo, el banco puede incrementar la TPM, lo que eleva la **tasa de interés real** (la tasa nominal menos la inflación esperada). Esto encarece el crédito y desalienta el consumo y la inversión, reduciendo la **demanda agregada**⁷ lo cual termina incidiendo en los precios.

Además, un aumento en la TPM suele atraer capitales extranjeros, lo que fortalece el **tipo de cambio nominal**, haciendo que la moneda local se aprecie. Esta apreciación reduce el precio de los bienes importados, disminuyendo la **inflación importada** y contribuyendo a contener la inflación general.

Las expectativas de inflación también juegan un rol fundamental: si el público confía en que el banco central cumplirá con la meta, sus decisiones de gasto y precios se ajustan en consecuencia, estabilizando la inflación. Por otro lado, si las expectativas se desanclan⁸, la inflación puede volverse más volátil.

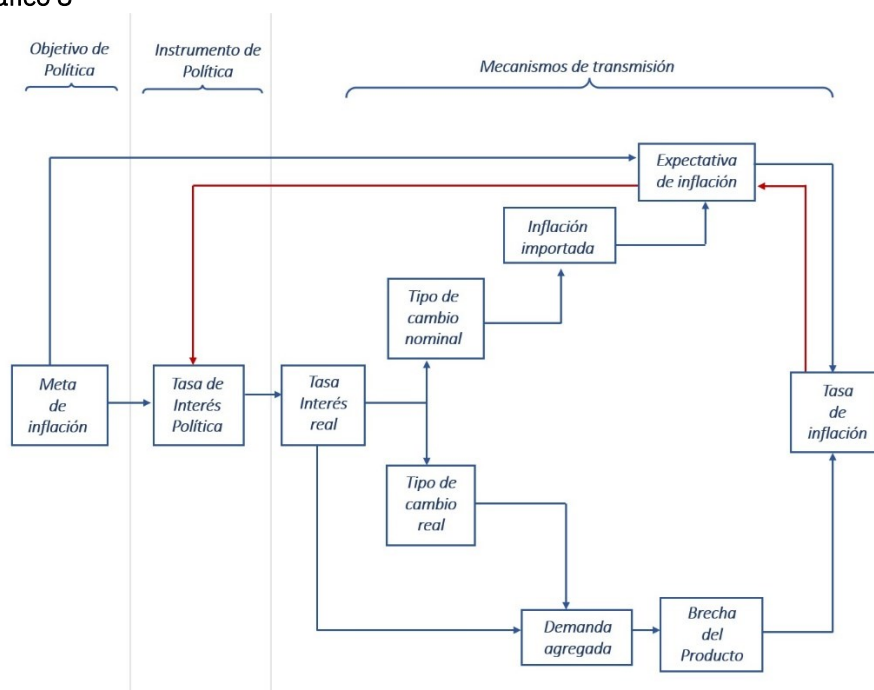
⁷ La demanda agregada afecta la inflación porque, cuando aumenta y supera la capacidad de producción de la economía, se genera presión sobre los precios. Esto ocurre ya que más personas y empresas demandan bienes y servicios que no pueden ser ofrecidos en igual proporción, lo que permite a los productores subir los precios. En cambio, si la demanda agregada disminuye, la presión sobre los precios se reduce, lo que puede frenar la inflación o incluso provocar deflación.

⁸ El desanclaje de las expectativas de inflación ocurre cuando hogares, empresas y mercados pierden confianza en que la inflación se mantendrá cerca de la meta del banco central, lo que puede generar comportamientos que refuercen la inflación futura y dificulten su control.

Finalmente, la política monetaria también actúa sobre la **brecha del producto**, que mide la diferencia entre el producto real y su nivel potencial (en otras palabras, cuanto crecería la economía ante la ausencia de *shocks*). Una brecha positiva (economía sobrecalentada) presiona la inflación al alza, mientras que una brecha negativa reduce las presiones inflacionarias. Ajustando la TPM, el banco puede influir en la brecha, moderando la inflación para que se mantenga cercana al objetivo.

En resumen, el banco central utiliza la TPM para afectar la tasa de interés real, el tipo de cambio y las expectativas, que a su vez impactan la demanda agregada y la brecha del producto, logrando así que la **tasa de inflación** converja hacia la meta establecida.

Gráfico 8



Fuente: Muñoz Salas (2012). Costa Rica en la ruta hacia metas de inflación.

En Costa Rica, este enfoque comenzó a tomar forma a inicios de la década de 2010, pero fue hasta el 2015 cuando el Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó de manera oficial el régimen de metas de inflación. Desde entonces, su objetivo ha sido mantener una inflación cercana al 3%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual, es decir, entre 2% y 4%. El instrumento principal para lograr este objetivo es la Tasa de Política Monetaria, que el banco ajusta periódicamente para enfriar o estimular la economía, según las presiones inflacionarias.

Desde entonces, la política monetaria en el país se ha enmarcado en **3 grandes periodos**:

- El periodo de “dominancia fiscal”, donde el creciente desbalance de las finanzas públicas creaba presiones en la economía.
- El periodo enmarcado por la pandemia y el alza en el precio de los commodities a raíz de la disrupción en las cadenas de suministros.
- El periodo actual, enmarcado en meses de deflación y lejos de la meta, pero a la vez ante un entorno externo incierto ante la política comercial del presidente de Estado Unidos Donald Trump.

Estos tres momentos de la economía costarricense implicaron diferentes políticas tomadas por el BCCR, de acuerdo con los diferentes mecanismos de transmisión e impacto esperado.

El manejo de la política monetaria en medio de vaivenes domésticos y mundiales

La última década ha estado marcada por eventos económicos importantes tanto a nivel global como a nivel local, que han llevado a distintos manejos de la política monetaria por parte del Banco Central. En particular, se identifican tres diferentes periodos:

- **Periodo de “dominancia fiscal”**

Tras la crisis financiera de 2008-2009, Costa Rica enfrentó consecutivos déficits fiscales con consecuentes incrementos sobre la deuda. En los años siguientes a la crisis el problema fiscal se fue agravando, hasta alcanzar un punto crítico entre 2017 y 2018.

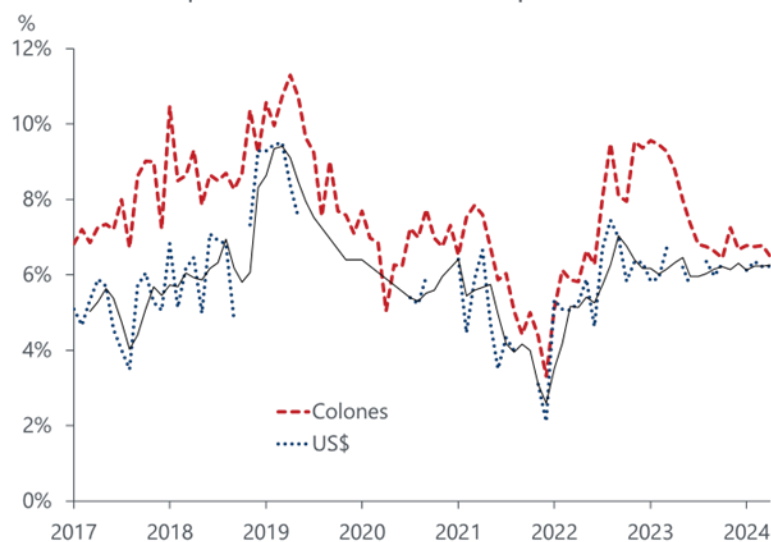
Durante 2017 y 2018, surgieron señales claras de las crecientes dificultades que enfrentaba el Ministerio de Hacienda para cumplir con sus obligaciones. El expresidente Luis Guillermo Solís advirtió sobre las complicaciones para obtener los recursos necesarios que permitieran cubrir los compromisos de gasto del Gobierno Central en el corto plazo.

Hacia finales de 2018, el Ministerio de Hacienda tuvo que flexibilizar su postura para satisfacer sus crecientes necesidades de financiamiento. Las autoridades confirmaron que un banco internacional había adquirido poco más de US\$330 millones de una emisión de deuda en moneda extranjera destinada al mercado interno, a un costo aproximado de 200 puntos base

por encima del rendimiento vigente en ese momento. Además, por primera vez en décadas, el Gobierno recurrió a las Letras del Tesoro para poder financiar un faltante en el presupuesto nacional.

Esta mayor necesidad de financiamiento intensificó la competencia por recursos dentro del sistema financiero, lo que llevó al Estado a ofrecer tasas de interés más altas para colocar su deuda (gráfico 9). Paralelamente, el aumento del endeudamiento comenzó a generar preocupación entre los inversionistas sobre la sostenibilidad fiscal; el riesgo país superó los 400 e incluso 500 puntos, cuando históricamente se había mantenido entre 300 y 400 puntos desde la primera emisión de eurobonos en 2012. Esta creciente percepción de riesgo redujo la demanda por activos en moneda local (BCCR, 2019), debilitó la confianza en el colón y provocó salidas de capital, lo que derivó en una depreciación del tipo de cambio nominal (gráfico 10).

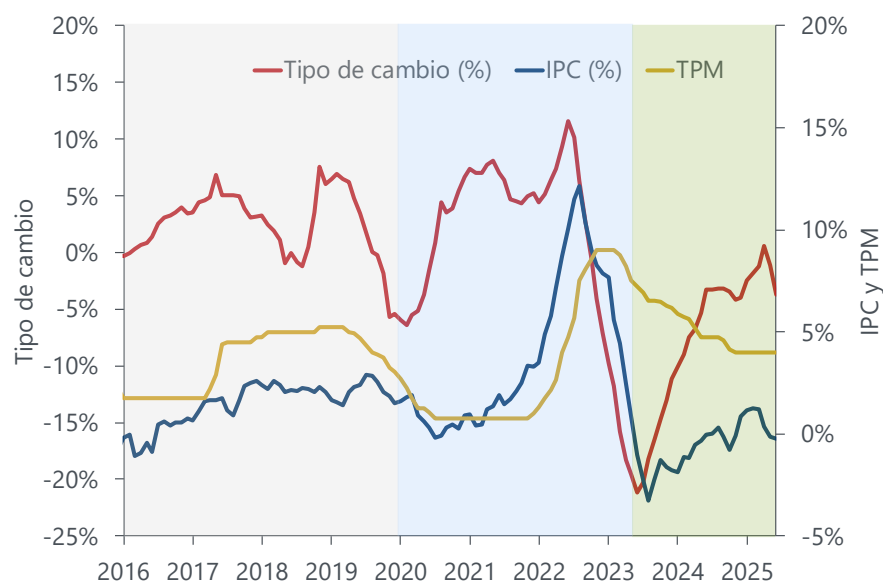
Gráfico 9
Rendimiento promedio de las subastas por moneda



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

Esta depreciación encareció las importaciones y alimentó la inflación importada, generando un aumento generalizado de precios. Frente a este escenario de mayor inflación y presión cambiaria, el Banco Central se vio forzado a elevar la TPM para contener las expectativas inflacionarias y estabilizar la moneda. Este ajuste encareció aún más el financiamiento del gobierno (más allá del mayor rendimiento que pedían los inversionistas para comprar bonos del Estado) e impactó negativamente la actividad económica del país.

Gráfico 10
Costa Rica: Principales macroprecios



Fuente: Elaboración con datos del BCCR.

Con la aprobación de la reforma fiscal en 2018, se fortaleció la percepción de que el país avanzaba hacia una mayor sostenibilidad de sus finanzas públicas. Esto generó una mejora en las expectativas de los inversores, tanto locales como internacionales, quienes comenzaron a ver menor riesgo asociado a la deuda costarricense. Como resultado, el riesgo país disminuyó, lo que incentivó la entrada de capitales y aumentó la demanda por activos en moneda local. Este aumento en la demanda por colones, combinado con una mayor disponibilidad de divisas, provocó una apreciación del tipo de cambio nominal.

La apreciación del colón abarató el costo de los bienes importados, ayudando a contener la inflación importada. En un contexto de menor presión inflacionaria y con expectativas más favorables para la inversión, el Banco Central tuvo mayor margen para reducir la TPM, con el objetivo de estimular el crédito y la actividad económica sin poner en riesgo la estabilidad de precios.

- **Periodo de “pandemia y alza de *commodities*”**

Cuando estalló la pandemia en 2020, Costa Rica, como el resto del mundo, enfrentó consecuencias económicas fuertes. El turismo, una de las principales fuentes de divisas,

prácticamente se paralizó y entró en la “temporada cero”, y la incertidumbre global provocó una salida de capitales y una caída en las exportaciones. Todo esto generó una fuerte presión sobre el tipo de cambio: el colón se depreció rápidamente frente al dólar (Gráfico 10), ya que la oferta de divisas disminuyó drásticamente mientras aumentaba la demanda por activos más seguros en dólares.

Sin embargo, ante esa mayor presión sobre el tipo de cambio, el BCCR también se enfrentaba a una decisión importante: subir las tasas de interés para evitar que el tipo de cambio se siguiera depreciando o bajar las tasas para estimular la actividad económica evitando un colapso mayor. En 2020 y buena parte del 2021, con la economía deprimida y la demanda interna en niveles mínimos, los precios se mantuvieron estancados e incluso hubo episodios de deflación. El petróleo, por ejemplo, se abarató significativamente, lo que ayudó a contener los precios de los bienes importados.

Ante la baja inflación, que se ubicaba cerca del límite inferior del rango meta, el Banco Central adoptó una postura claramente expansiva para enfrentar el desplome de la actividad económica. Redujo la TPM a mínimos históricos, bajándola a 0,75% desde 2,75% a finales de 2019, con el objetivo de facilitar el crédito, estimular la inversión y proteger el consumo. Esta política se mantuvo durante casi dos años; a partir de 2022, el entorno cambió drásticamente. La guerra de Rusia-Ucrania se reflejó en el alza en los precios internacionales de alimentos y energía, y las interrupciones en las cadenas de suministro provocaron un aumento en los costos de transporte de mercancías, lo que en suma derivó en un aumento en los precios al consumidor. Aunque la inflación no alcanzó niveles tan dramáticos como en otras economías emergentes, sí superó el rango meta por varios meses. Con la inflación repuntando (gráfico 10) y el riesgo de que las expectativas se desanclaran, el BCCR inició un ciclo de alzas sucesivas en la TPM, llevándola hasta 9% en 2023 (gráfico 10). El objetivo era claro: contener las presiones inflacionarias y anclar las expectativas. Ya hacia finales de ese año, con la inflación a la baja y el tipo de cambio estable, el Banco Central empezó nuevamente a recortar la tasa, marcando así una nueva etapa de normalización monetaria.

- **Periodo actual**

Desde mayo 2023, la inflación subyacente se ha encontrado consistentemente por debajo del rango meta del Banco Central. Dado que la inflación subyacente es aquella que excluye los precios de los alimentos y la energía, que tienden a ser más volátiles y pueden distorsionar la imagen general de la inflación, su comportamiento puede representar una baja en los precios más allá que por solo factores coyunturales.

En muchos casos, la persistencia de una inflación subyacente baja suele estar asociada a una demanda interna débil (Ball y Mankiw, 2002). Cuando el consumo privado, la inversión o el gasto público no presionan significativamente la capacidad productiva del país, la brecha del producto se mantiene negativa, lo que reduce las presiones inflacionarias internas, especialmente en bienes y servicios no transables. Esto limita la capacidad de las empresas para subir precios.

Además, si las expectativas de inflación de hogares, empresas y analistas están ancladas por debajo de la meta de 2%-4%, esto influye en las decisiones de precios y salarios, reforzando hacia la baja la inflación observada (Mankiw y Reis, 2002). Si los agentes económicos no anticipan aumentos sostenidos de precios, tienden a no ajustar precios al alza⁹.

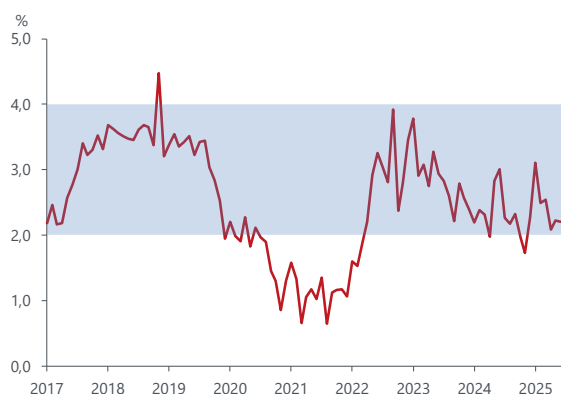
Sin embargo, ninguno de los factores anteriores parece ser la causa de la baja inflación. La brecha de producto¹⁰ se ha mantenido positiva (gráfico 12), lo que indica que la economía ha estado operando por encima de su capacidad potencial y, en teoría, debería generar presiones inflacionarias al aumentar la demanda interna. Por otro lado, las expectativas de inflación a 12 meses, un indicador clave que refleja la confianza de consumidores, empresas y mercados sobre la evolución futura de los precios, se encuentran dentro del rango meta establecido por la autoridad monetaria, aunque con una ligera inclinación hacia la banda inferior (gráfico 11). Esto sugiere que, pese a la demanda vigorosa y la percepción de estabilidad en la inflación futura, los agentes económicos no anticipan un aumento significativo en los precios, lo que

⁹ Por ejemplo, las empresas no ajustan sus precios cuando la inflación es baja o negativa, debido al temor de perder participación de mercado en el caso de que ellos ajusten y sus competidores no lo hagan.

¹⁰ Para medir la brecha de producto se mide como $\frac{PIB\ observado - PIB\ potencial}{PIB\ potencial}$. Se utiliza el IMAE desestacionalizado como proxy del PIB observado, y para estimar el PIB potencial se aplica el filtro de Hodrick-Prescott para obtener la tendencia.

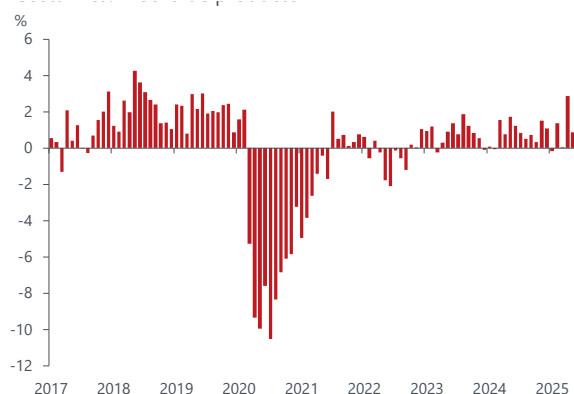
limita la posibilidad de que se desencadene una espiral inflacionaria. En conjunto, estos elementos muestran un escenario atípico donde ni la presión por una brecha productiva positiva ni las expectativas inflacionarias explican completamente la persistente baja inflación.

Gráfico 11
Costa Rica: Expectativas de inflación a 12 meses



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Gráfico 12
Costa Rica: Brecha de producto



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

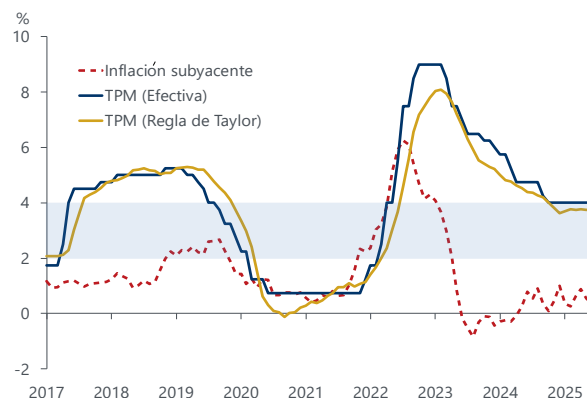
Otro factor clave que puede explicar la baja inflación es el comportamiento del tipo de cambio. Si la moneda local se mantiene estable o incluso se aprecia por entrada de capitales, confianza macroeconómica o políticas fiscales más robustas, la inflación importada se reduce, lo que modera el crecimiento de precios en bienes transables. En economías abiertas como Costa Rica, esto tiene un impacto fuerte en la inflación subyacente, y parece explicar la dinámica en la variación de los precios¹¹ (gráfico 10).

Si bien el BCCR ha seguido la Regla de Taylor¹² para hacer ajustes a la TPM, lo cierto es que la inflación no ha logrado acercarse al rango meta (gráfico 13), y las proyecciones sobre cuándo lo hará se han ajustado de forma constante desde octubre de 2022, cuando se estimaba que alcanzaría el rango en enero de 2024. En el último Informe de Política Monetaria (abril 2025), dicha estimación se postergó hasta el primer trimestre de 2026.

¹¹ Costa Rica posee una característica bimonetaria poco común en muchos países. Una proporción de los bienes que componen la canasta del IPC se comercializan en dólares y cuando se contabiliza el IPC sus precios se colonizan. Por eso cuando se dan apreciaciones como la que experimenta el colón, se dan presiones hacia la baja en la inflación por una serie de bienes que en colones sus precios se reducen.

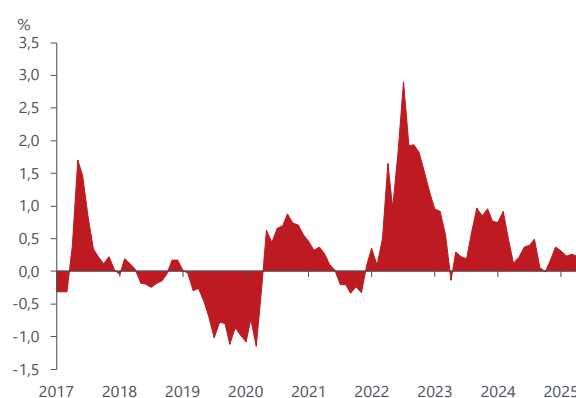
¹² Es un modelo económico que sugiere cómo los bancos centrales deberían ajustar las tasas de interés en respuesta a cambios en la inflación y la actividad económica. En esencia, indica que las tasas de interés deben subir cuando la inflación o el crecimiento del PIB superan sus objetivos, y bajar cuando están por debajo. Anexo 2 para un mayor detalle.

Gráfico 13
Costa Rica: inflación y tasa de política monetaria



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Gráfico 14
Costa Rica: Discrecionalidad de la política



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

A pesar de esto, existe un margen significativo para recortes en la tasa, considerando el nivel persistentemente bajo de la inflación subyacente. La discrecionalidad del BCCR (medida como la diferencia entre la tasa de política monetaria efectiva y la que sugiere la regla de Taylor) ha mostrado un sesgo al alza desde 2022, lo que indica que la TPM se ha mantenido por encima del nivel recomendado por dicha regla (gráfico 14).

Una de las posibles explicaciones para lo anterior es que el BCCR parece estar más orientado a evitar fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio que a conducir la inflación de regreso al rango meta. En el comunicado de prensa CP-BCCR-018-2025 del 5 de mayo de 2025, la Junta Directiva del BCCR expresa: “una eventual recomposición no ordenada en el portafolio de instrumentos financieros, producto de diferencias persistentes entre las tasas de interés en distintas monedas, podría incrementar las expectativas cambiarias y, con ello, las expectativas de inflación y, de esta manera generar presiones inflacionarias”.

No obstante, si las variaciones cambiarias representan una preocupación relevante para la Junta Directiva, conviene recordar que el tipo de cambio también constituye un mecanismo de transmisión que el BCCR puede utilizar para alcanzar su meta de inflación (gráfico 8). Además, ante episodios de alta volatilidad cambiaria, el Banco dispone de herramientas de intervención en el mercado cambiario para mitigar dichos movimientos.

Hasta ahora, el BCCR parece enfrentarse al trilema de política económica¹³ con más fuerza. Por un lado, el país mantiene un régimen de libre movilidad de capitales, permitiendo entradas y salidas de capital sin mayores restricciones. Por otro lado, el BCCR ha procurado ejercer su autonomía en política monetaria, utilizando la TPM como herramienta clave para cumplir su objetivo de mantener la inflación dentro del rango meta. Sin embargo, recientemente, el Banco también ha mostrado una clara preocupación por evitar grandes fluctuaciones en el tipo de cambio.

Figura 1
Trinidad imposible



Fuente: Elaboración propia.

Pero esto revela la tensión estructural del trilema: si el Banco Central desea utilizar plenamente su política monetaria para llevar la inflación al rango meta, debería permitir una mayor flexibilidad del tipo de cambio, incluso si esto implica más volatilidad en el corto plazo. Alternativamente, si quiere mantener el tipo de cambio bajo control, tendría que renunciar parcialmente a su política monetaria autónoma, o imponer controles a la movilidad de capitales, lo cual no es viable ni deseable dentro del marco institucional y económico costarricense.

Repercusiones del estancamiento de la TPM

Si bien el Banco Central actuó efectivamente en el año 2022 ante el brote inflacionario global, su política monetaria quedó estática desde octubre del 2024. Con más de dos años de no haber alcanzado su meta de inflación del 3%, establecida desde el 2016, el país no ha

¹³ Es un principio fundamental en macroeconomía internacional que sostiene que un país no puede, al mismo tiempo, mantener un tipo de cambio fijo o controlado, libre movilidad de capitales y una política monetaria autónoma. Solo es posible lograr dos de estas tres condiciones simultáneamente. Intentar alcanzar las tres genera tensiones y desequilibrios macroeconómicos.

alcanzado siquiera el límite inferior del rango de tolerancia desde marzo del 2023 cuando la inflación interanual fue de 4,41. Más aún, 18 de los 27 meses posteriores a este periodo fueron deflacionarios. Aún bajo este contexto, el Banco Central mantuvo su TPM en 4,00 por nueve meses desde octubre, reduciéndola en 25 puntos base a mediados de julio.

Este estancamiento de la política monetaria ha enfriado las expectativas inflacionarias (gráfico 11) y ha restado credibilidad al BCCR, pues sus acciones se han alineado más con una política cambiaria. Al respecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁴ recomendó al Banco dejar la frecuente intervención en el mercado de divisas, ya que debilita la transmisión de la política monetaria, obstaculiza el desarrollo del mercado de divisas, y el nivel de reservas internacionales actual es confortable. Por otra parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)¹⁵ recomendó desde inicios de año una política monetaria que apoyara el aumento de la inflación, urgiendo a retornar al objetivo de 3%.

Considerando las recomendaciones de estas entidades y la ralentización del crecimiento de la economía, múltiples cámaras empresariales y personas expertas solicitaron una baja de la TPM durante todo el año. Más aún, la propia División Económica del Banco Central recomendó reducir la TPM en 25 puntos base desde diciembre 2024, aunque el acuerdo llegó hasta siete meses después.

¹⁴ Declaración del personal técnico al término de la misión del Artículo IV de 2025, Departamento de Comunicaciones del Fondo Monetario Internacional.

¹⁵ Estudios Económicos de la OCDE: Costa Rica 2025.

Cuadro 3
Variación interanual de los índices mensuales
Mayo 2024 Mayo 2025

	Mayo 2024	Mayo 2025
Régimen definitivo	4,74	1,37
Régimen especial	9,61	10,23
IMAE	5,44	2,79
Manufactura	5,99	5,21
Agropecuaria	-4,32	-3,08
Comercio	5,29	1,87
Construcción	16,57	-4,24

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

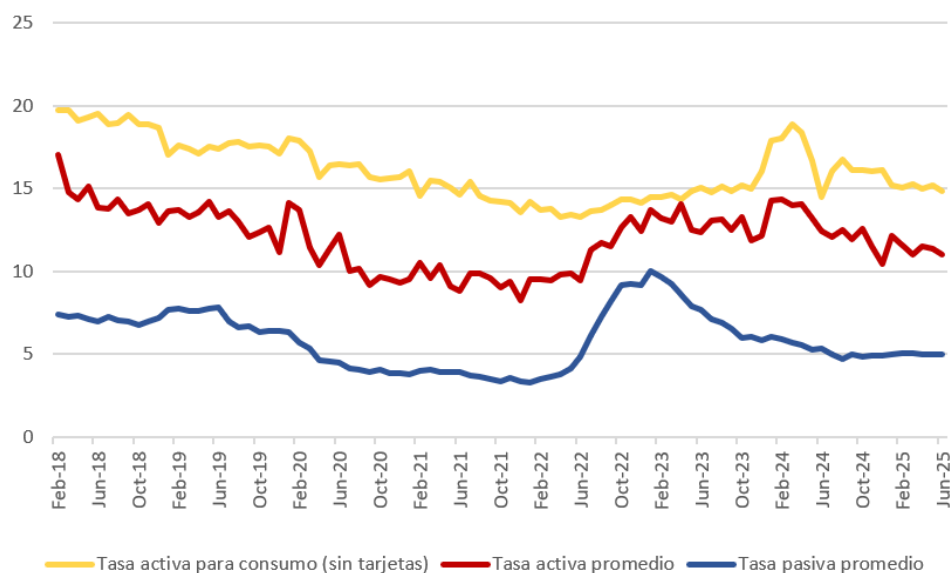
Una TPM alta en términos reales afecta el costo del crédito y con esto desalienta el consumo y la inversión, por lo que consecuentemente pone en riesgo la producción y crecimiento económico. El IMAE¹⁶ cayó a menos de la mitad en un año, pasando de una tasa de crecimiento interanual de 5,44% en mayo 2024 a 2,79% en mayo 2025 (cuadro 3). Adicionalmente, el régimen definitivo, que representa aproximadamente el 85% de la producción del país, pasó de un crecimiento de 4,74% en mayo 2024 a tan solo 1,37% en mayo del siguiente año. Estos resultados son preocupantes, ya que en este régimen participa no solo la mayor parte de la población, sino también la más vulnerable: aquella con menor calificación laboral e informalidad. Si bien el régimen especial continúa presentando tasas de crecimiento altas, este régimen depende fuertemente de la inversión extranjera directa (IED), que está ligada a cadenas de producción globales más sensibles a tensiones geopolíticas y medidas proteccionistas. Además, la IED depende de la competitividad del país, tanto en términos de calificación como en términos de costos, los cuales se vuelven más altos con la sostenida apreciación del colón.

El deterioro de la economía se ha dado de manera generalizada, con caídas en el crecimiento de la producción particularmente abruptas en los sectores de comercio y construcción.

¹⁶ Serie de tiempo que mide la evolución, en el corto plazo, de la producción realizada por los agentes económicos.

Adicionalmente, el sector agropecuario lleva desde noviembre de 2024 con tasas de variación interanual negativas, afectando particularmente a grupos de la población con menores ingresos. Aunado a esto, el último año ha presentado una tasa pasiva promedio cercana al 5% (gráfico 15), lo cual, con inflaciones menores inclusive al límite inferior de tolerancia, representa un premio en colones por el ahorro. Además, la tasa activa promedio, es decir, lo que se debe pagar por préstamos, es mayor del 10%, lo cual desincentiva la inversión. Adicionalmente, las tasas para consumo, sin considerar el crédito mediante tarjetas, han estado estancadas en 15%, desincentivando así el consumo (si se considera el crédito para consumo con tarjetas, se alcanzan tasas de casi el 30%). Considerando que aproximadamente tres de cada diez personas en Costa Rica estaban endeudadas en 2024¹⁷, tasas de interés activas tan altas representan un estrés financiero para los hogares y podría representar efectos macroeconómicos adversos en el largo plazo.

Gráfico 15
Tasas activas y pasivas negociadas en colones



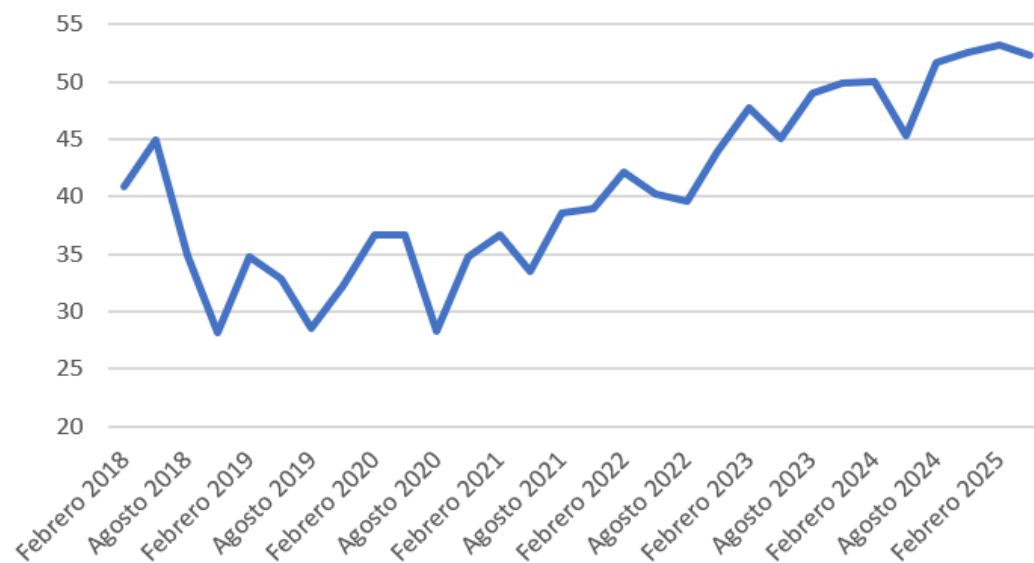
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Este estancamiento de la economía ha tenido también repercusiones sobre la confianza de los consumidores. Después de alcanzar niveles de baja confianza durante la pandemia, y una recuperación paulatina de esta conforme la economía y el empleo retornaban a sus niveles

¹⁷ Encuesta sobre cultura financiera de los costarricenses, Centro Internacional de Política Económica para el Desarrollo Sostenible (Cinpe) de la Universidad Nacional (UNA).

promedio, esta parece haberse estancado en los últimos meses (gráfico 16). Si bien en mayo 2024 hubo una baja en el indicador, las siguientes encuestas mostraron una recuperación, y se alcanzó un índice de 53 en febrero de este año. Sin embargo, para mayo el indicador volvió a 52 puntos, pudiendo sugerir que esta ralentización también es percibida por los consumidores.

Gráfico 16
Índice de confianza del consumidor (ICC)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Escuela de Estadística, UCR.

Por otra parte, el colón se ha apreciado desde que alcanzó su pico máximo en junio del 2022, donde el tipo de cambio promedio llegó a ser de 697 colones por dólar (gráfico 17). Si bien la apreciación trajo consigo disminuciones en algunos costos de producción y consumo, particularmente aquellos relacionados a los de los bienes importados, los niveles alcanzados actualmente son los menores de la década, donde se rondan los 500 colones por dólar. Esta apreciación tan amplia trae consigo tres problemáticas que no deben ser ignoradas. En primer lugar, debe considerarse el efecto sobre el turismo: negocios que cobran sus tarifas en dólares para turistas perciben menores ingresos en colones, y turistas pierden poder adquisitivo en el país, por lo que pueden verse desincentivados a visitarlo, o reducen su consumo en él. De acuerdo con el INEC, en el sector turismo trabaja casi un 8% de la fuerza laboral costarricense, y si se consideran los empleos indirectos, esta cifra puede ascender hasta 25%.

En segundo lugar, una fuerte apreciación afecta los ingresos de las empresas exportadoras, las cuales, en términos de producción, representaron 38,5% del PIB en el 2024. Esta caída en los ingresos no solo representa una disminución en el consumo de los hogares relacionados, también significa pérdidas en la recaudación fiscal. Si bien se argumenta que la apreciación también reduce la deuda externa en términos de colones, la caída en la recaudación disminuye la liquidez inmediata con la que cuenta el Estado. Por último, para las empresas multinacionales del régimen especial, que representan el motor de crecimiento de la economía actualmente, el colón apreciado representa mayores costos en términos de divisa, lo que puede desincentivar a la ampliación de operaciones.

Gráfico 17

Tipo de cambio promedio Monex
(colones por dólar)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Si bien el BCCR tiene buenas razones para no querer alejarse de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos, como comentaremos más adelante, la coyuntura económica al norte es muy distinta que en Costa Rica. Desde el 2024, Estados Unidos ha enfrentado una inflación promedio del 3%, junto con un mercado laboral que ha retornado a sus niveles de participación de la última década, con las tasas de desempleo más bajas desde los años previos a la crisis financiera 2007-2008 (cuadro 4).

Cuadro 4

Tasa de participación y de desempleo abierto en Costa Rica y Estados Unidos

	Tasa de participación		Tasa de desempleo	
	CR	EEUU	CR	EEUU
I 2024	55,9	62,6	7,80	3,8
I 2025	56,4	62,5	7,50	4,1
Promedio 15-25	59,3	62,5	11,40	4,7

Fuente: Elaboración propia con datos del US BLS y el INEC.

Costa Rica, en cambio, todavía presenta niveles de participación más bajos que el promedio de la última década. Si bien ha alcanzado tasas de desempleo por debajo del promedio, si se considera la baja participación laboral y la baja inflación de los últimos años, una política monetaria expansiva no parecería del todo contradictoria al contexto.

Los retos del BCCR en el manejo de la política monetaria

Un manejo efectivo de la política monetaria requiere condiciones macroeconómicas estables y adecuadas. En el caso de Costa Rica, el Banco Central (BCCR) enfrenta desafíos tanto **estructurales** como **coyunturales**, derivados de factores internos y externos que limitan su margen de acción. En este apartado se profundiza en algunos de los principales retos que enfrenta actualmente el BCCR para conducir una política monetaria eficaz, aclarando que esta no es una lista exhaustiva, sino un enfoque en los desafíos más apremiantes del contexto actual.

- **Factores estructurales**

La **alta dolarización** en Costa Rica representa uno de los principales retos estructurales para la conducción de la política monetaria por parte del BCCR. Este fenómeno, que implica un uso significativo del dólar estadounidense en distintas esferas de la economía, especialmente en depósitos bancarios, préstamos, transacciones comerciales y precios, limita la efectividad de los instrumentos tradicionales de política monetaria y expone a la economía a importantes riesgos cambiarios y financieros.

En Costa Rica, una proporción considerable del crédito y de los depósitos del sistema financiero está denominada en dólares. Esto genera una “dolarización financiera”, que si bien no es una dolarización oficial (es decir, el colón sigue siendo la moneda de curso legal y el BCCR mantiene su capacidad de emitir política monetaria), sí tiene efectos directos sobre la sensibilidad de la economía a las decisiones del Banco Central.

Cuando el BCCR modifica la TPM, busca influir sobre las tasas de interés activas y pasivas en colones para afectar el consumo, la inversión, el ahorro y, en última instancia, la inflación. Sin embargo, en un entorno altamente dolarizado, muchos agentes económicos, especialmente empresas y hogares con ingresos en dólares o con acceso al crédito en esa moneda, están menos expuestos a las fluctuaciones en las tasas de interés en colones. Esto reduce la potencia del canal de la tasa de interés y dificulta que los cambios en la TPM se transmitan plenamente al sistema financiero y, con ello, a la demanda agregada.

Otro gran problema asociado a la dolarización es el riesgo de descalce cambiario. Muchos deudores adquieren créditos en dólares sin tener ingresos en esa moneda. Esto crea una fuerte vulnerabilidad ante devaluaciones o volatilidad en el tipo de cambio, ya que un aumento en el valor del dólar encarece el servicio de la deuda para esos agentes, lo que puede afectar la estabilidad financiera y el consumo privado. Esta exposición cambiaria limita el margen del BCCR para permitir fluctuaciones amplias del tipo de cambio, pues el impacto podría ser altamente contractivo o desestabilizador.

Asimismo, la alta dolarización también impone restricciones al régimen cambiario. Aunque Costa Rica opera bajo un régimen de flotación administrada, donde el tipo de cambio puede moverse libremente, con intervención ocasional del BCCR, la dolarización obliga al Banco Central a ser más activo en el mercado cambiario para evitar movimientos bruscos que puedan tener efectos sistémicos en la economía. Esto lleva a una especie de “atadura tácita” del tipo de cambio, reduciendo el grado de flexibilidad que se esperaría en un esquema de metas de inflación.

Finalmente, la dolarización también afecta las expectativas de inflación y la formación de precios (Rossini et al., 2016). Muchos bienes, servicios y contratos están indexados al dólar, lo que reduce la capacidad del BCCR de influir sobre los precios en colones mediante sus decisiones de política.

Otro factor estructural es la **desconfianza en el colón** como medio de pago y reserva de valor (Méndez y Kikut, 2003). La crisis económica de los años 80 dejó una huella profunda en la memoria colectiva del país y tuvo consecuencias duraderas sobre la confianza del costarricense en el colón como moneda. Esta desconfianza ha afectado directamente la efectividad de la política monetaria del BCCR.

La inflación descontrolada de aquellos años minó de forma profunda la confianza en el colón como reserva de valor. La gente comenzó a buscar alternativas más estables para proteger su patrimonio, y el dólar estadounidense, percibido como una moneda fuerte y estable, se consolidó como el refugio por excelencia. Este cambio en la percepción no fue solo racional, sino también emocional: muchas personas asociaron el colón con pérdida, incertidumbre y empobrecimiento. Esa memoria colectiva ha sido transmitida de generación en generación, y hasta el día de hoy muchas personas prefieren ahorrar, invertir o pactar contratos en dólares, aunque no necesariamente tengan ingresos en esa moneda.

Además de perderse la confianza en el colón como reserva de valor, también se debilitó su papel como medio de pago. Muchos bienes duraderos (como automóviles, electrodomésticos, propiedades) comenzaron a ofrecerse en dólares, y los agentes económicos empezaron a pensar y calcular en esa moneda. Incluso sectores como el turismo, el comercio internacional y la banca adoptaron el dólar como unidad de cuenta de facto. Este fenómeno ha sido difícil de revertir, ya que los contratos en dólares ofrecen a las partes una sensación de estabilidad de precios en contextos volátiles. Sin embargo, esto limita el uso extendido del colón en la economía y crea un entorno dual donde dos monedas coexisten, pero una goza de mayor credibilidad.

- **Factores coyunturales**

Costa Rica enfrenta una limitación coyuntural (aunque también podría considerarse estructural) en su política monetaria debido a la fuerte influencia de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) (Canova, 2005). Aunque el colón es la moneda oficial, la economía está altamente dolarizada: muchos créditos, depósitos y transacciones se realizan en dólares. Esto obliga al Banco Central a prestar atención a las decisiones de la FED, especialmente cuando esta modifica sus tasas de interés, ya que cualquier desalineación puede generar salidas de capital, presiones sobre el tipo de cambio y, en consecuencia, inflación.

Este fenómeno refleja otra vez el "trilema de la política económica", ya que Costa Rica ha optado por mantener una economía abierta y un tipo de cambio flexible, lo que ha limitado su margen de maniobra. Así, el BCCR muchas veces debe subir o mantener su tasa de política monetaria no por las condiciones internas, sino para no quedar rezagado respecto a la tasa de Estados Unidos y evitar desequilibrios externos.

La consecuencia es que la política monetaria costarricense se vuelve más reactiva que autónoma. Mientras no se reduzca la dolarización y se fortalezca el uso del colón como reserva de valor y medio de pago, el país continuará condicionado por factores externos. La independencia monetaria plena requeriría un esfuerzo sostenido por recuperar la confianza en la moneda local y reducir la dependencia estructural del dólar.

No obstante, el BCCR ha mostrado recientemente un sesgo a enfocarse más en los riesgos al alza de sus decisiones de política económica que en los riesgos a la baja (Gráfico 14). Si bien nuestra política monetaria no es completamente independiente, como se mencionó anteriormente, el Banco Central ha evidenciado una mayor preocupación por los efectos de una depreciación del tipo de cambio que por los efectos de una apreciación sostenida. En este sentido, el BCCR podría tener espacio para recortar aún más las tasas de interés y apartarse parcialmente de la trayectoria de la política monetaria de la FED (como ya lo hizo al subir su tasa por encima de la de la FED en 2022 y 2023), permitiendo una mayor depreciación del colón que impulse el retorno de la inflación al rango meta.

Finalmente, en un contexto internacional marcado por tensiones geopolíticas, guerras comerciales y medidas proteccionistas como la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos, la economía costarricense enfrenta presiones externas significativas que complican la formulación y ejecución de su política monetaria.

Al ser una economía pequeña, abierta y altamente dependiente del comercio exterior, Costa Rica se ve especialmente vulnerable ante shocks externos que alteran los flujos comerciales y financieros globales. En particular, una guerra comercial liderada por economías grandes como Estados Unidos y China puede generar incertidumbre en los mercados internacionales, afectar la demanda global por exportaciones costarricenses, alterar los términos de intercambio y reducir los flujos de inversión extranjera directa. Estos factores impactan directamente el tipo de cambio, el nivel de actividad económica y las expectativas inflacionarias internas. Una volatilidad en el tipo de cambio representa un desafío para el Banco Central, que debe equilibrar cuidadosamente sus decisiones de política monetaria entre mantener la estabilidad de precios, evitar fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio y sostener el crecimiento económico.

Conclusiones

Dos importantes conclusiones se derivan del presente estudio. Primero, respecto a las variaciones de precios, se evidencia que los bienes son más sensibles al entorno económico que los servicios, lo cual puede distorsionar el impacto sobre diferentes tipos de hogares. En general, las variaciones de precios afectan de manera diferenciada a los hogares según su nivel de ingresos, dado que la composición de sus canastas de consumo no es homogénea y el peso relativo del costo de la canasta es variable de acuerdo a este. Los hogares de ingresos bajos son más sensibles a los cambios en los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas, ya que estos bienes tienen un peso mucho mayor en su consumo total. Así, los aumentos de precios en años inflacionarios como 2021-2022 impactaron más fuerte a este grupo, mientras que en periodos de deflación también fueron los principales beneficiados por las reducciones en esta división.

Por el contrario, los hogares de ingresos altos son más vulnerables a las fluctuaciones en transporte, debido a su mayor gasto relativo en combustibles, automóviles y boletos aéreos. Si bien divisiones como vivienda, telecomunicaciones o recreación también muestran variaciones, no generan brechas de impacto tan amplias entre estratos como las de alimentos y transporte. Si bien en los últimos años, además, se observa que la magnitud de los impactos sobre las canastas de los diferentes grupos de hogares se ha reducido, el impacto real sobre estos sigue siendo significativo, dada la diferencia en los niveles de ingresos y lo que estos costos representan para cada grupo. Además, persisten sensibilidades particulares que hacen que los choques inflacionarios o deflacionarios no afecten a todos por igual.

Asimismo, en la última década, la política monetaria de Costa Rica ha transitado por tres etapas críticas, respondiendo a presiones tanto internas como externas. Durante el periodo de dominancia fiscal (2017-2018), los déficits crecientes y el endeudamiento dispararon el riesgo país y depreciaron el colón, lo que obligó al Banco Central a subir la TPM para contener la inflación, aunque con costos sobre el crédito y la actividad económica. Con la pandemia y el alza de *commodities* (2020-2023), la política se tornó expansiva para mitigar la recesión, llevando la TPM a mínimos históricos; sin embargo, el repunte inflacionario global tras la guerra en Ucrania forzó un ciclo de alzas que llegó hasta 9%. Desde 2023, con la inflación a la baja y el tipo de cambio estable, comenzó un proceso de normalización.

En el periodo actual (2024-2025), la inflación subyacente permanece persistentemente baja, incluso con una brecha de producto positiva y expectativas dentro del rango meta. Este escenario atípico se explica en gran parte por la estabilidad cambiaria y la reducción de la inflación importada. Aunque la Regla de Taylor sugiere espacio para recortes más agresivos en la TPM, el Banco Central ha mostrado cierta tendencia a evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, lo que refleja las tensiones del trilema de política monetaria: libre movilidad de capitales, autonomía monetaria y estabilidad cambiaria. Adicionalmente, la coyuntura económica actual, donde la economía está ralentizada tanto en crecimiento como en empleo y no hay presiones inflacionarias, no es contradictoria con la aplicación de una política monetaria expansiva. En la práctica, la estrategia actual del BCCR revela que este sacrifica parte de su

margen de maniobra en política monetaria para mantener la estabilidad cambiaria, mostrando el dilema estructural que enfrenta en un contexto de economía abierta.

Referencias bibliográficas

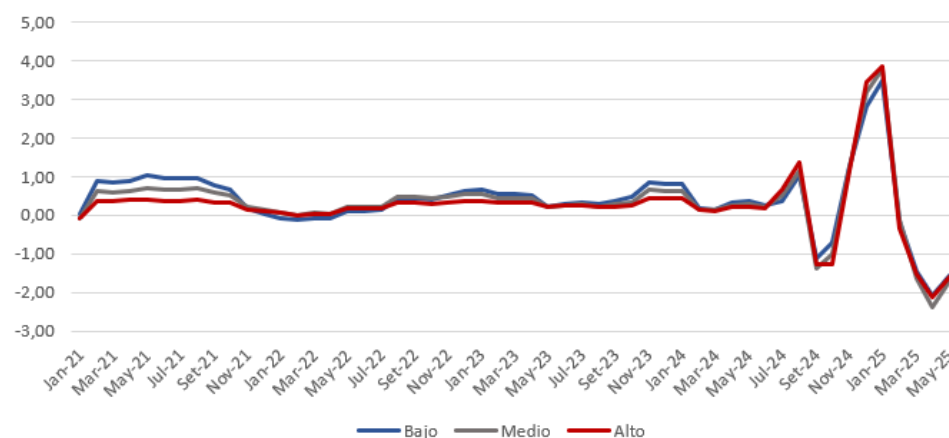
- Ball, Laurence; Mankiw, N. Gregory. (2002). The NAIRU in Theory and Practice. *Journal of Economic Perspectives*. 16(4): Otoño 2002, 115-136.
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (2019). *Memoria Anual 2018*. San José: BCCR.
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (2022). *Informe de Política Monetaria Octubre 2022*. San José: BCCR.
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (2024). *Informe de Política Monetaria Julio 2024*. San José: BCCR.
- Banco Central de Costa Rica (BCCR). (2025). *Informe de Política Monetaria Abril 2025*. San José: BCCR.
- Canova, Fabio. (2005). The Transmission of US Shocks to Latin America. *Journal of Applied Econometrics*, 20(2), 229-251.
- Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). (2025). *FAO Rice Price Update. Markets and Trade*, FAO.
- Mankiw, N. Gregory; Reis, Ricardo. (2002). Sticky Information Versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve. *Quarterly Journal of Economics*. 117(4): Noviembre 2002, 1295–1328.
- Méndez Quesada, Eduardo; Kikut Valverde, Ana Cecilia. (2003). *La dolarización parcial en Costa Rica*. Documento de trabajo 003. San José: BCCR.
- Muñoz, Evelyn; Rodríguez, Adolfo. (2022). *El modelo de proyección macroeconómica (MoP) del Banco Central de Costa Rica*. Nota técnica 007. San José: BCCR.
- Rossini, Renzo; Vega, Marco; Quispe, Zenón; Pérez, Fernando. (2016). Expectativas de inflación y dolarización en el Perú. *Revista Estudios Económicos*. Banco Central de Reserva del Perú, 31: 71-84.

Anexos

Anexo 1: Efecto de la variación de precios en diferentes divisiones de bienes y servicios sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso

Gráfico A1

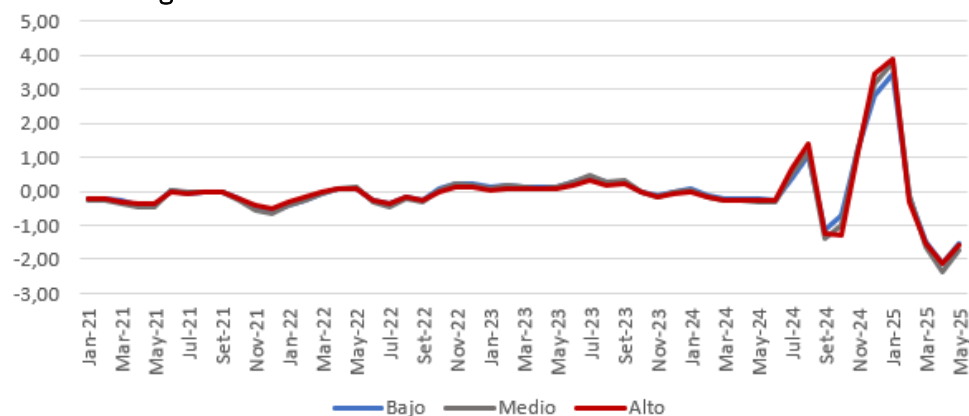
Efecto de la variación en precios de alquiler y servicios de la vivienda sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A2

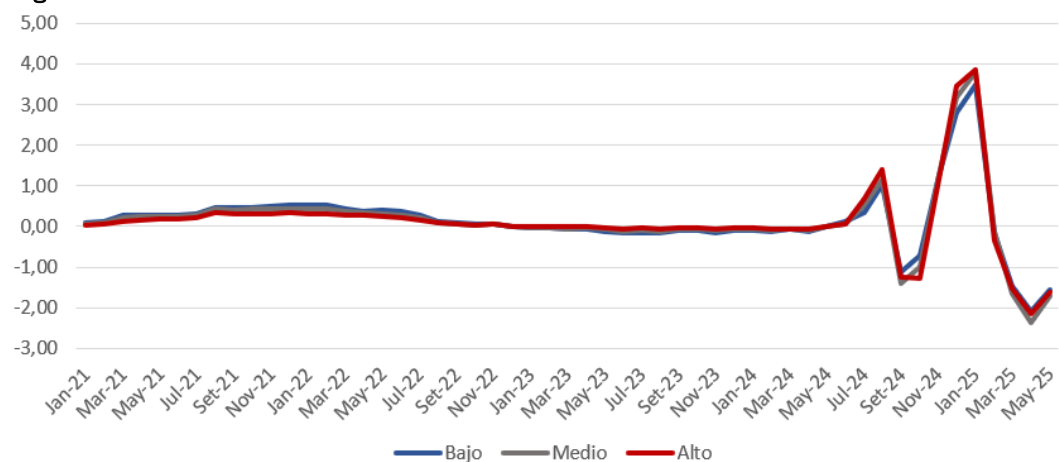
Efecto de la variación en precios de información y comunicación sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A3

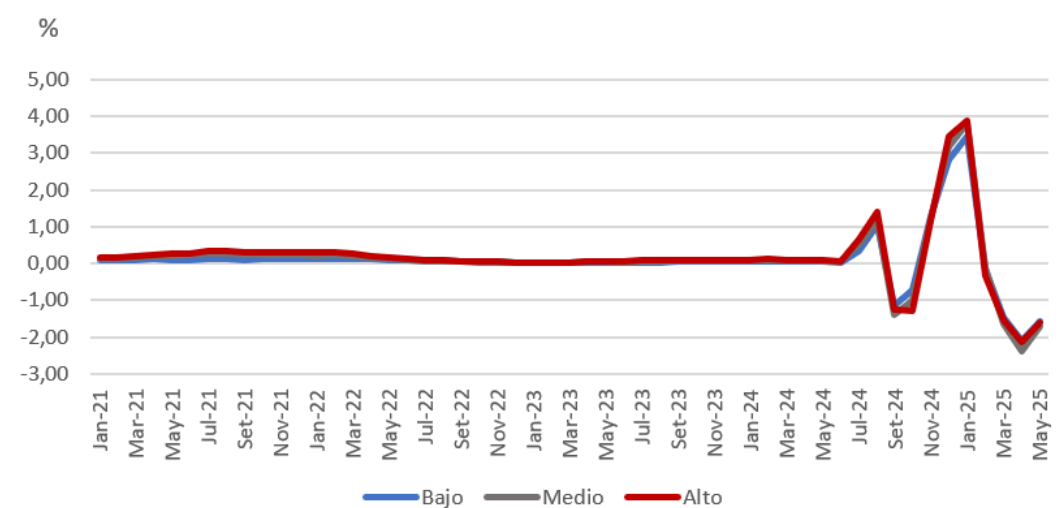
Efecto de la variación en precios de bienes y servicios diversos sobre canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A4

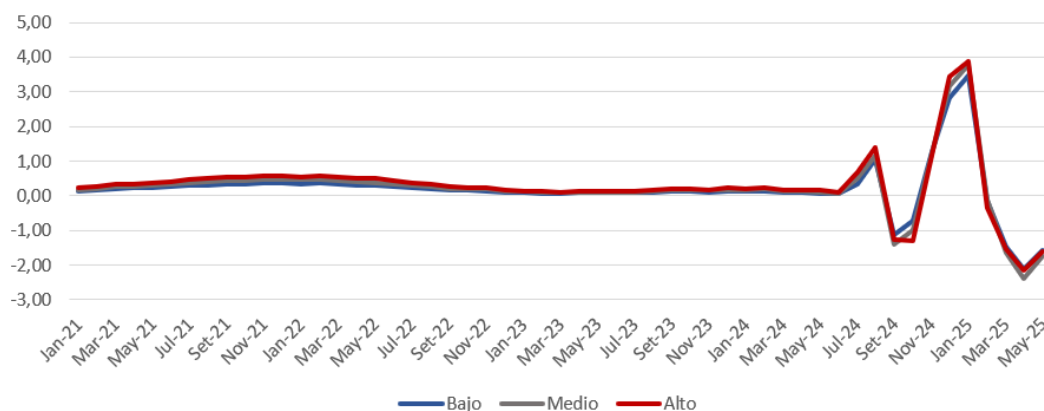
Efecto de la variación en precios de salud sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A5

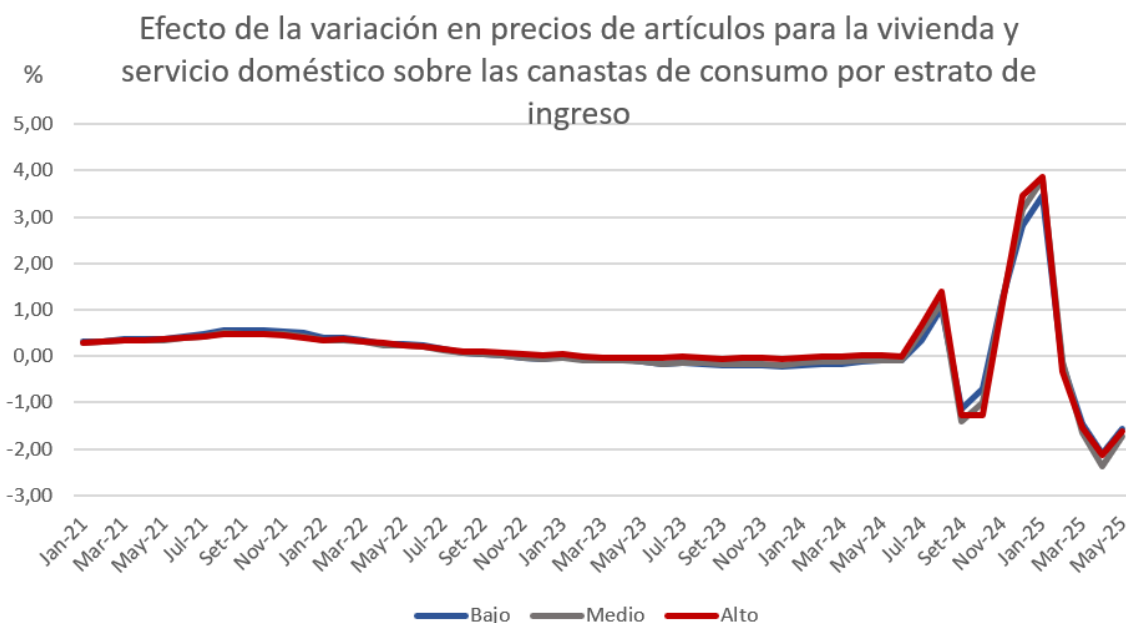
Efecto de la variación en precios de comidas fuera del hogar y servicio de alojamiento sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A6

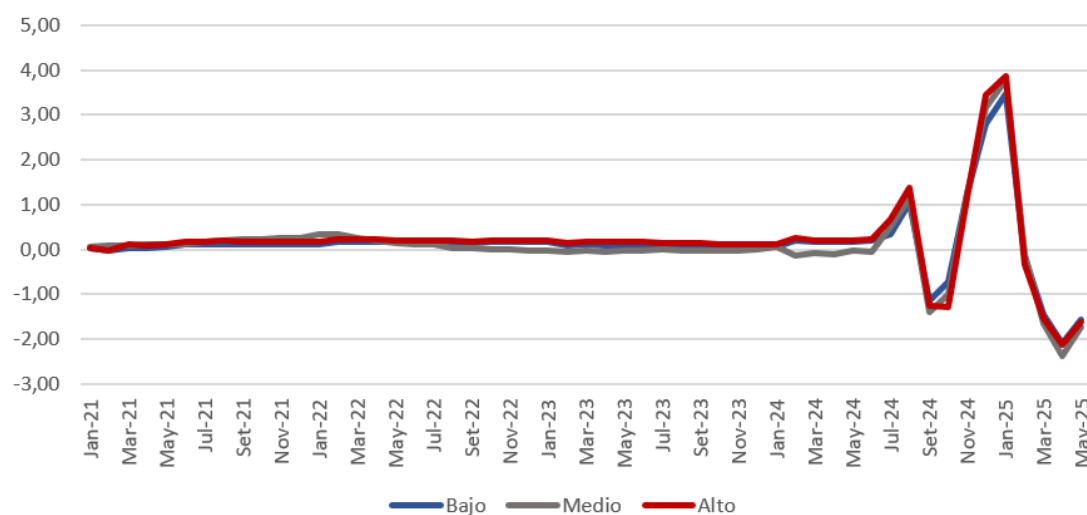
Efecto de la variación en precios de artículos para la vivienda y servicio doméstico sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A7

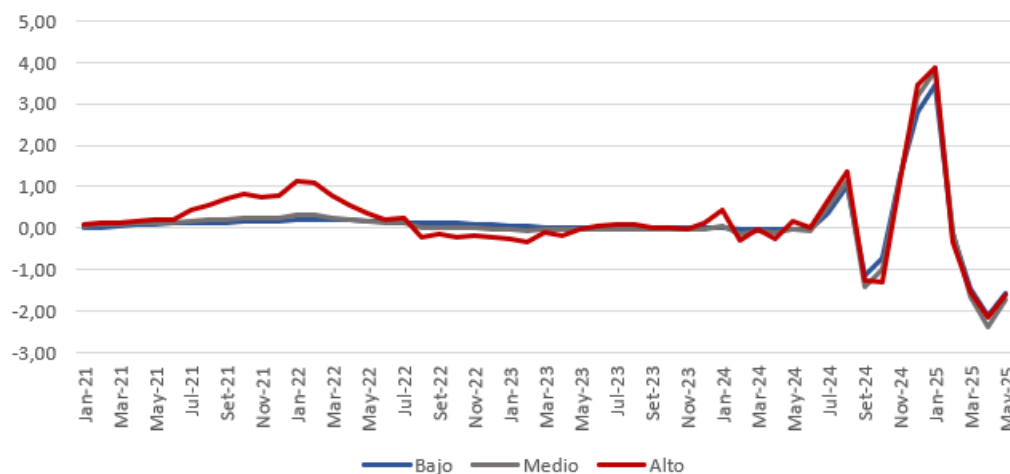
Efecto de la variación en precios de educación sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A8

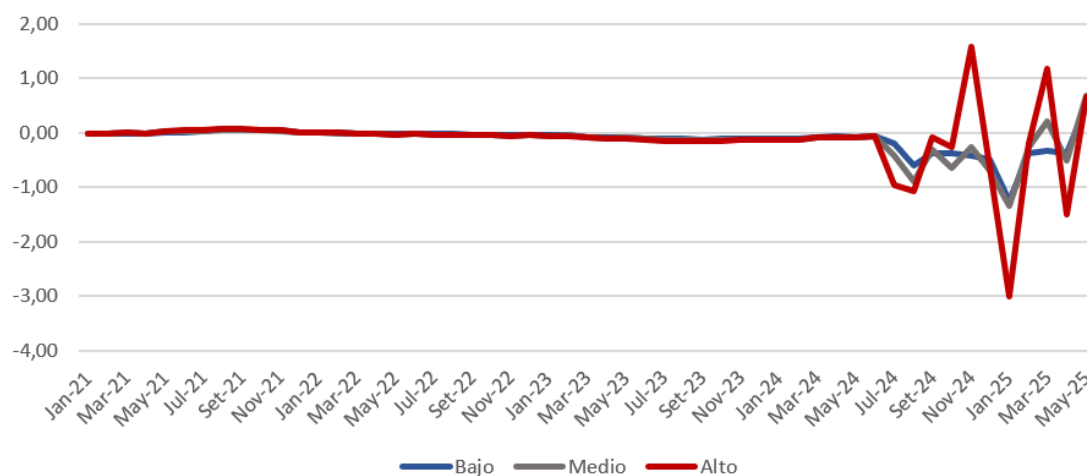
Efecto de la variación en precios de recreación, deporte y cultura sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A9

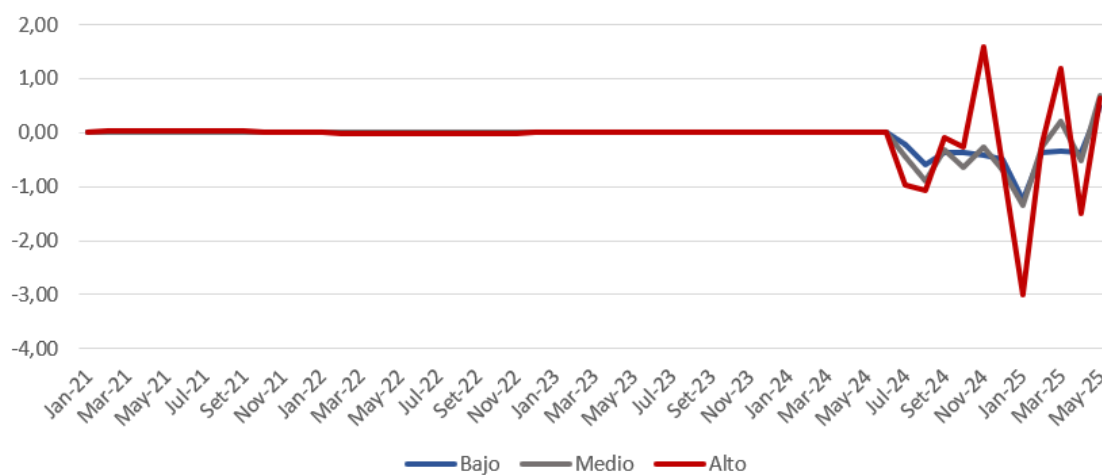
Efecto de la variación en precios de prendas de vestir y calzado sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A10

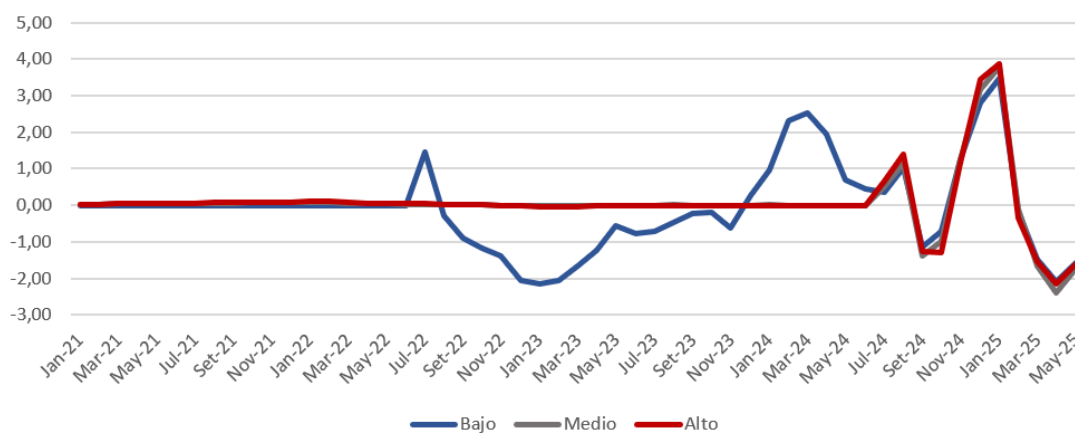
Efecto de la variación en precios de consumo financieros y seguros sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Gráfico A11

Efecto de la variación en precios de bebidas alcohólicas y tabaco sobre las canastas de consumo por estrato de ingreso



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Anexo 2: Regla de política monetaria

De acuerdo con el Modelo de Proyección Macroeconómica del BCCR (Muñoz y Rodríguez, 2022), la regla de política monetaria (prospectiva tipo Taylor), se describe como:

$$R_t^{pm} = \theta_1 R_{t-1}^{pm} + (1 - \theta_1)(r_t^0 + E_t(\pi_{t+4})) + \theta_2(\pi_{t+4}^{sub} - \pi_t^M) + \theta_3 y_t^b + \varepsilon_t^{pm}$$

Donde R_t^{pm} es la tasa de política monetaria nominal, r_t^0 es la tasa de interés real neutral (estimada en 1,44), $E_t(\pi_{t+4})$ son las expectativas de inflación a 12 meses (o 4 trimestres), $(\pi_{t+4}^{sub} - \pi_t^M)$ es la desviación de la proyección de inflación subyacente con respecto a la meta, y_t^b es la brecha de producto, y ε_t^{pm} es el término estocástico que representa choques de política discrecionales.