



Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2024

Investigación

Análisis monetario de la economía costarricense en el 2023 y primeros meses del 2024: un enfoque de desarrollo humano

Investigador:

Juan Carlos García Vargas

San José | 2024



330.728.6
G216a

García Vargas, Juan Carlos

Análisis monetario de la economía costarricense en el 2023 y primeros meses del 2024: un enfoque de desarrollo humano / Juan Carlos García Vargas. -- Datos electrónicos. -- San José, C.R. : CONARE - PEN, 2024.

1 recurso en línea (49 páginas); archivos de texto PDF, 800 KB

ISBN 978-9930-636-33-6

Investigación para el Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2024

1. ECONOMÍA. 2. POLÍTICA MONETARIA. 3. MACROECONOMÍA. 4. COSTA RICA. I. Título.



Contenido

Descargo de responsabilidad	4
Introducción	4
Resumen	5
Contexto macroeconómico internacional.....	7
Desempeño de la economía costarricense entre el 2023 y 2024	11
Valoración sobre las tendencias de la inflación en Costa Rica y su efecto social	12
Inflación general y sus componentes	12
Impacto diferenciado de la inflación según los estratos de ingreso	16
Transferencia de los precios de las materias primas a los precios al productor y bienes y servicios regulados	18
Efecto de un menor tipo de cambio en las variaciones de precios	25
Mercado cambiario y posición externa	27
Mercado cambiario minorista y participación del BCCR en el mercado mayorista	27
Posición externa y balanza de pagos	32
Retos de la política y evolución de los agregados monetarios.....	38
Cambios en la política monetaria y retos hacia futuro.....	38
Valoración general de la evolución de los agregados monetarios y la liquidez	42
Bibliografía.....	48

Descargo de responsabilidad

Esta Investigación se realizó para el Informe Estado de la Nación 2024. 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 2024 en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Introducción

La coyuntura económica a nivel mundial ha dado giros importantes en los últimos cinco años que han retado la formulación y ejecución de sus políticas públicas en todos los países, independientemente de su avance económico. En lo que se refiere a la política monetaria, después de superar la pandemia los bancos centrales se vieron obligados a reaccionar frente al aumento en la inflación que amenazaba los objetivos de estabilidad de precios.

Aunque la reacción fue rápida, se esperaba que el aumento en los precios fuera temporal y cediera en un plazo relativamente corto. Sin embargo, la política monetaria contractiva se ha extendido más de lo debido. Este episodio inflacionario ha sido diferente en cuanto a que algunos componentes de los índices de precios han mostrado persistencia a bajar, en tanto que en el ambiente social y económico también se ha alargado la duración de algunos eventos potencialmente detonadores de inflación. Además, la transmisión de la política monetaria ha sido particularmente lenta en las economías avanzadas principalmente.

Sin embargo, ha llegado el momento de revertir las políticas monetarias contractivas. Aunque el reto es para todos, las economías emergentes, pequeñas y abiertas, entre ellas Costa Rica, se enfrentan a decisiones importantes, que, de no tomarse con cautela, podrían tener un impacto no deseado no solo en lo económico sino también en lo social. Por ejemplo, el retiro anticipado de la restricción monetaria podría revertir los logros en materia de inflación, dañar la reputación de los bancos centrales e impactar negativamente los niveles de confianza y crecimiento económico. Por otro lado, la deflación también tiene efectos negativos a nivel económico y social.

Hasta el momento Costa Rica ha tenido un buen desempeño económico, pese a la prolongación de la política monetaria restrictiva, pero este crecimiento todavía es insuficiente para corregir algunas debilidades en el campo social. Por las características coyunturales y estructurales del país, se ha enfrentado a una deflación inesperada, potenciada por la apreciación del colón lo que le ha dificultado aún más la política monetaria al Banco Central.

Este estudio tiene el objetivo de hacer un recuento de los cambios ocurridos en las variables monetarias de la economía costarricense en este nuevo contexto y dar un seguimiento a los hallazgos del estudio similar realizado para el Estado de la Nación en el 2023. Para esto, se analiza primeramente el contexto económico internacional y el desempeño reciente de la economía costarricense. En un segundo y tercer apartados, se revisan las tendencias inflacionarias y del mercado cambiario, refiriéndose a los retos que estas tendencias representan para la política monetaria. El estudio se cierra con una valoración del reto en la gestión de la política monetaria y de la evolución de los agregados monetarios.

En esta ponencia se utilizan datos de carácter público y que se encontraban disponibles en junio del 2024.

Resumen

Las perspectivas de la economía mundial indican que durante el 2024 y 2025 seguiremos teniendo un crecimiento económico modesto pero positivo, y aunque las señales son mixtas en lo que se refiere a la tendencia de la inflación, se han abierto espacios para flexibilizar paulatinamente la política monetaria y monitorear su efectividad en el corto plazo para evitar una reversión pronta en la flexibilización de la política.

Algunas de estas señales mixtas de inflación que han frenado la flexibilización monetaria por parte de las economías avanzadas están: riesgos al alza en la inflación por la resistencia de algunos bienes, pero sobre todo servicios, a bajar de precio; negociaciones salariales por encima de la inflación; eventuales restricciones al comercio y la permanencia de conflictos geopolíticos que podrían inducir choques de oferta.

En América Latina la política monetaria está condicionada a lo que hagan las economías avanzadas, en particular Estados Unidos. La flexibilización de la política debe considerar los diferenciales de tasas de interés ya que esto puede provocar depreciación de sus monedas y un retroceso en los logros de inflación alcanzados hasta el momento. En este sentido los países pequeños tienen un reto de comunicación para reforzar su credibilidad.

La economía costarricense continúa creciendo a buen ritmo y las perspectivas fueron ajustadas al alza. Sin embargo, persisten disparidades entre los regímenes especial y definitivo que deben atenderse mediante políticas públicas que disminuyan esta brecha para que el crecimiento económico tenga un mayor impacto social, genere más puestos de trabajo, en particular para sectores vulnerables de la economía y reduzca la desigualdad.

En el país la política monetaria contractiva ha empezado a flexibilizarse. Las tasas de interés activas han disminuido para casi todas las actividades económicas, pero la transmisión todavía no se completa. En general, las tasas pasivas han bajado más rápidamente por lo que el premio por ahorro en colones ha vuelto a ser negativo. Además de los diferenciales de tasas de interés entre colones y dólares, la apreciación del colón ha contribuido a la dolarización de la cartera de crédito y a un mayor crecimiento de los depósitos en moneda extranjera.

La liquidez sigue siendo amplia en la economía y aunque esto no se han reflejado en presiones inflacionarias, sí ha llevado al Banco Central a participar más en el mercado de liquidez para retirar los excedentes de dinero, sobre todo a través de subastas de contracción y bonos de estabilización monetaria. Parte de estos excedentes han sido generados en la intervención del BCCR en el mercado cambiario.

En lo relativo a inflación, el país enfrenta un escenario de deflación que, de prolongarse, planteará retos para la política pública. Tal situación podría llevar a una desaceleración económica por la posposición del consumo, a una menor creación de empleo, afectación en los salarios reales, así como también riesgos para la estabilidad financiera.

A nivel internacional, las variaciones en los precios de las materias primas se han moderado y esto se ha reflejado en una reducción en los índices de precios de materias primas importadas y de precios al productor a nivel local. Los índices de precios de los bienes y servicios regulados también replicaron la tendencia en el precio de las materias primas, que se complementó con la reducción en el tipo de cambio desde el 2023. Hacia futuro el Banco Mundial pronostica que los precios de las materias en general disminuirán en el 2024 y 2025, pero serán excepciones el petróleo, cobre y oro, para los que proyecta un mayor precio.

La aproximación de la variación de precios de los bienes y servicios transables y no transables en la canasta del IPC demuestra que la reversión en el tipo de cambio entre el 2023 y 2024, se reflejó en una variación negativa de los precios de los transables, sobre todo en bienes relacionados con hogar, transporte, recreación, vestido y cuidado personal.

Los índices de precios de materias primas importadas y de precios al productor de manufactura en Costa Rica también muestran reducciones producto de la tendencia del tipo de cambio y de los precios externos. Debido a los rezagos en la economía, es posible que parte del efecto de estos macro precios aun esté pendiente de completarse durante el 2024 sin que esto provoque cambios drásticos en la tendencia de inflación.

La desaceleración de la inflación para los grupos de menor ingreso ha sido más lenta, similar a lo que ocurrió en el 2008 y 2009 y entre el 2014 y el 2015. Esta disparidad se explica por las diferencias en la composición de las canastas de consumo, sobre todo en las clasificaciones de alimentos, bebidas alcohólicas y tabaco, transporte y recreación. Algunos de los artículos cuyo precio ha bajado por efecto de la apreciación del colón no forman parte de la canasta de consumo del estrato de ingresos bajos. El principal beneficio para el estrato de ingresos bajos se deriva de las reducciones en los combustibles y su efecto indirecto en el transporte público y otros bienes, pero, esto se ha materializado de forma tardía, concentrando la mayor parte de la reducción en el primer semestre del 2024.

En el caso de los granos básicos se ha observado un comportamiento mixto en los últimos 18 meses, con reducciones de precio de las leguminosas secas (frijoles) y aumentos moderados en arroz. Los cambios en los precios del arroz a nivel internacional no se reflejaron en igual magnitud en los precios finales en Costa Rica, aunque no se descarta que los aumentos recientes se transmitan de forma rezagada. La reducción de aranceles a la importación y la apreciación del colón pudieron incidir en un menor efecto traspaso de los precios externos.

Las ventanillas de los bancos siguen mostrando excedentes de divisas, aunque menores que el 2023. Aun así, el BCCR ha continuado con su intervención en el mercado mayorista de divisas para acumular reservas internacionales y satisfacer la demanda del SPNB. El valor de la intervención del BCCR en el mercado mayorista con operaciones de compra para estos propósitos como proporción del monto total negociado en el MONEX, ha sido relativamente más alta en comparación con los rangos del 2022 y 2023.

La balanza de pagos muestra que las exportaciones siguen creciendo y, aunque lo hacen a menor ritmo, estas han sido particularmente dinámicas en el régimen especial. Las importaciones muestran un repunte vinculado a la mayor demanda interna y de materias primas. La cuenta de servicios siguió mostrando un superávit atribuido al dinamismo que persiste en la

recepción de turismo y de servicios de apoyo empresarial para la economía local. Además, continúan ingresando flujos de divisas por inversión directa.

La continuidad en los flujos de divisas evidenciados en la balanza de pagos ha permitido al país aumentar su nivel de reservas internacionales. Esta situación pone al país en una mejor posición para enfrentar una eventual corrección en el tipo de cambio en caso de que esta se dé en una forma acelerada que obligue al BCCR a intervenir en el mercado para contener variaciones violentas o comportamientos especulativos no justificados en los indicadores económicos fundamentales.

Contexto macroeconómico internacional

La economía mundial ha mostrado un crecimiento mixto respecto a las expectativas que había a inicios del 2024. Tanto Europa como Estados Unidos han crecido más de lo anticipado a pesar de mantener políticas monetarias restrictivas con tasas de interés en sus máximos durante casi un año. Por otro lado, el PIB de China todavía crece a tasas por debajo de su tendencia de largo plazo, pero muestra una recuperación en su crecimiento interno y exportaciones.

Las políticas monetarias restrictivas prolongadas fomentaron el ahorro, pero también desincentivaron la producción y la inversión. Además, el menor crecimiento económico global se debe en parte a la contención del gasto fiscal tras superar la pandemia de Covid-19, lo cual ha permitido una pausa para reordenar las finanzas públicas después de los desequilibrios fiscales que se incrementaron desde 2020.

Por esta razón, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha proyectado que el PIB de la economía mundial va a crecer 3,2% en el 2024 y 3,3% en el 2025, en comparación con el 3% que estimó en julio del 2023 (Perspectivas de la Economía Mundial, actualización de julio del 2024). El panorama económico en ese entonces apuntaba en una dirección diferente, en el 2022 hubo mayor actividad económica pese a algunos rezagos de la pandemia, la inflación fue aún más alta que ahora, hubo distorsiones a nivel comercial y en los precios de materias primas y los bancos centrales ya habían empezado a ejecutar una política monetaria restrictiva.

Para Estados Unidos, el FMI proyecta un crecimiento del PIB de 2,6% en 2024 y del 1,9% en 2025, lo que da a la Reserva Federal margen para ajustar gradualmente su política monetaria contractiva durante el año. Aunque esto es cada vez más probable, durante el año ha cambiado la expectativa en cuanto a la cantidad y magnitud de los cambios. Los diferenciales de tasas de interés causados por la política monetaria contractiva fortalecieron al dólar en el 2023 con respecto a las otras divisas en 3% aproximadamente¹ y, aunque en el 2024 esto se ha revertido parcialmente, esto pudo tener un impacto negativo en la competitividad del sector empresarial de ese país. Además, las negociaciones salariales han estado por encima de la inflación.

Las proyecciones de crecimiento de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) son un diferentes a las del FMI sobre todo en el 2024. Las proyecciones publicadas después de la reunión de política monetaria de junio

¹ La apreciación del dólar se calculó tomando como referencia el *US Dollar Index*, que es un índice que compara el valor del dólar con respecto a una canasta de monedas compuesta por euro, yen, libra esterlina, dólar de Canadá, corona sueca y franco suizo. El indicador es calculado por *Intercontinental Exchange Inc.* (ICE).

indican que para el 2024 la expectativa de crecimiento de los miembros del Comité está en el rango 1,4% y 2,7%, pero aun así son significativamente mejores que las que se tenía en junio del 2023 (entre 0,5% y 2,2%).

Según el FMI, la Zona euro tendría un aumento de 0,9% en el PIB en el 2024 y de 1,5% en el 2025 lo cual es congruente con la decisión que tomó el Banco Central Europeo (BCE) de iniciar las reducciones en la tasa de política monetaria en junio pasado.

Entre las economías emergentes, China tendría un aumento en su producción del 5% en 2024, impulsado por mejoras en el consumo privado y un repunte en las exportaciones, aunque el FMI también proyecta un crecimiento menor de 4,5% en 2025, considerablemente por debajo del 7% que crecía en promedio antes de la pandemia de Covid-19. Para América Latina, se proyecta que crezca 1,9% en el 2024 y 2,7% en el 2025 debido al impacto de eventos climáticos en Brasil y la moderación en la demanda en México.

En cuanto al comercio mundial, tras la reducción del volumen de comercio en el 2023 (-1,2%) la Organización Mundial de Comercio proyecta un crecimiento de 2,6% en el 2024 y 3,3% en el 2025 lo que respalda las proyecciones de crecimiento económico mundial (*Global Trade Outlook*, abril del 2024). Sin embargo, ha señalado riesgos a la baja relacionados los conflictos geopolíticos actuales y con la posibilidad de un reinicio de las restricciones comerciales que operaron en el pasado, lo cual dependerá de los resultados electorales en Estados Unidos.

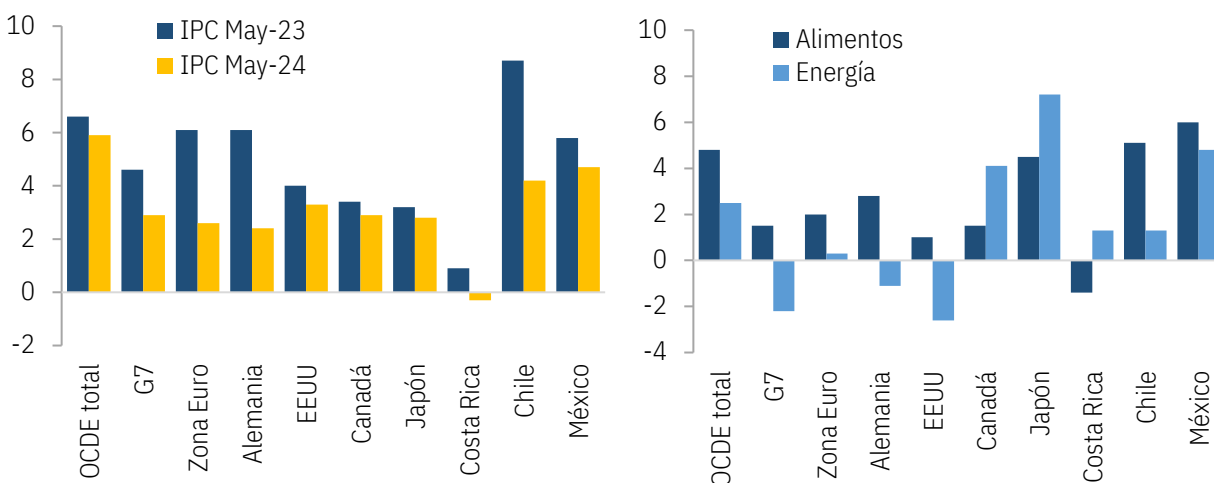
Las estimaciones del FMI indican que la inflación mundial del 2023 fue de 6,7% y proyecta que disminuirá a 5,9% en 2024 y a 4,4% en 2025, en la medida en que se materialice la moderación en el crecimiento económico y se establezcan las presiones de oferta. No obstante, hay evidencia de persistencia en los precios de los alimentos, servicios y energía.

Al respecto, los datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) indican que la inflación de los alimentos para los países miembros fue de 4,8% en mayo del 2024, pero para los países avanzados que conforman el G7 el impacto de esta clasificación fue menor (gráfico 1). En el caso de México y Japón, la inflación de los alimentos fue superior al índice general. Esto es relevante porque los alimentos tienen un peso importante en la canasta de consumo de estos países, de modo que su contribución en la inflación de mayo fue de las más altas entre los países de la OCDE.

Gráfico 1

Inflación mundial: IPC general y de los grupos de alimentos y energía

(en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE.

En lo que se refiere a precios internacionales de las materias primas, hay señales mixtas en los indicadores que dificultan evaluar su efecto en los precios locales. Por ejemplo, durante el 2023 hubo una disminución en los índices generales que se ha moderado en los primeros meses del 2024. Los precios de los alimentos continuaron descendiendo, pero hubo aumentos en los metales, como en el caso del cobre debido a limitaciones en la producción y la alta demanda de China, así como en el oro por incertidumbre económica.

También, hubo una moderación en los precios del petróleo, pero aún hay riesgos al alza vinculados a posibles recortes de producción de la OPEP, conflictos geopolíticos que no se resolverían en el corto plazo y aumento en el precio del transporte marítimo. De acuerdo con la OCDE, la reducción reciente en el precio del petróleo en los mercados internacionales se reflejó en los precios locales de los países miembros y estima que parte del ajuste a la baja podría completarse al término del 2024 (gráfico 1). Salvo en los casos de Colombia y Bélgica (no mostrados en el gráfico), la inflación del componente de energía creció a tasas de dos dígitos (19,7% y 11,2% respectivamente).

Por otro lado, los costos del transporte en el comercio internacional han aumentado con respecto al 2023. Por ejemplo, el índice de referencia de costos de transporte marítimo desde el principal puerto de Asia, *Shanghai Containerized Freight Index* pasó de 953 puntos en junio del 2023 a 3370 puntos en junio del 2024². Los ataques a barcos en el Mar Rojo han obligado a utilizar otras rutas de transporte de mayor distancia y también ha implicado un mayor costo de seguros de transporte. Pese a lo anterior, el *Global Supply Chain Pressure Index* de la Reserva Federal de Nueva York³, no muestra desviaciones relevantes con respecto a su promedio

² *Shanghai Containerized Freight Index* es un índice que compila *Shanghai Shipping Exchange* y que se construye a partir del promedio ponderado de los precios efectivos del transporte en contenedores desde el puerto de Singapur hacia 15 diferentes rutas a nivel mundial.

³ *Global Supply Chain Pressure Index* es un indicador del Banco de la Reserva Federal de Nueva York que mide la intensidad de las interrupciones de la cadena de suministro global a partir de datos de diversas fuentes, incluidos los costos de transporte, índices de precios al productor en Estados Unidos, encuestas a los gerentes de producción y los indicadores otros indicadores de producción. El indicador mide la desviación con respecto al promedio histórico.

histórico, lo que indica que hasta junio del 2024 no hay evidencia de presiones significativas en las cadenas de suministro que se estén transmitiendo a los precios al productor en ese país.

Por su parte, el Banco Mundial proyecta en su informe *Commodity Markets Outlook* de abril del 2024, que el índice de precios de materias primas disminuirá ligeramente en 2024 (3%) y 2025 (4%), pero mientras estima una reducción en los alimentos del 6% en 2024 y 4% en 2025, en el caso del petróleo, oro y cobre más bien proyecta un aumento en sus precios de 2%, 8% y 5% respectivamente, si continúan los eventos que hasta ahora han determinado su tendencia.

Considerando lo anterior, el mensaje que dan los indicadores de inflación es mixto y podría ocasionar que, si la política monetaria se flexibiliza con mucha anticipación, pronto haya que frenar los ciclos de ajustes y esto dañaría la credibilidad y la confianza de los consumidores y empresas en la efectividad de la política monetaria.

En este sentido, los bancos centrales de las economías avanzadas han insistido en que deben proceder con cautela y balancear sus decisiones porque, pese a la reducción en la inflación, está aún no se consolida y hay mensajes divergentes entre los indicadores. En Estados Unidos, además de estas tendencias de precios la Reserva federal ve un menor dinamismo del mercado laboral, pero insuficiente para cambiar la dirección de la política monetaria. Las proyecciones actuales del FOMC apuntan a que la tasa de política terminará el año entre 4,75% y 5% (4% y 5% en junio del 2023) con una mayoría de ajustes en el 2025.

En América Latina algunos bancos centrales decidieron empezar a bajar las tasas de referencia, aunque moderados y cautelosos. Los constantes cambios en las expectativas de ajuste de tasa de las economías avanzadas y algunos indicios de persistencia inflacionaria los han obligado a esperar. Las decisiones de los bancos centrales de Inglaterra, Canadá y Banco Central Europeo le quitaron algún peso a la decisión, pero el mayor peso recae sobre la decisión de la Reserva Federal.

Por lo anterior es cada vez más necesario que los países de la región latinoamericana mantengan niveles de reservas que les permitan enfrentar posibles salidas de capitales. Aprovechando los excedentes de divisas así lo han hecho. Uruguay aumentó su nivel de reservas en una proporción similar a la de Costa Rica (22,6% entre junio del 2023 y junio del 2024), mientras que Brasil, Chile, Colombia y México las aumentaron en 4,1%, 11,6%, 5,3% y 5,9% respectivamente.

En este panorama internacional y pese a que ya han iniciado los ajustes en sus políticas monetarias, los bancos centrales de América han señalado algunos riesgos inflacionarios al alza, entre ellos:

- La posibilidad de que se deprecien sus monedas a causa de los diferenciales de tasas de interés.
- Componentes de inflación con resistencia a bajar y expectativas superiores a la meta de inflación.
- Traspaso de la política monetaria lento y desigual, reflejándose rápidamente en las tasas de depósitos y más lentamente en las de crédito.
- Conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y eventos climáticos que distorsionen la oferta y costos de transporte de los productos.

Desempeño de la economía costarricense entre el 2023 y 2024

La economía costarricense ha crecido a buen ritmo entre el 2023 y lo que va del 2024 y se ha caracterizado por tener condiciones de liquidez holgadas, inflación por debajo de la meta, pocas presiones de demanda interna y crédito creciendo a tasas moderadas en relación con la historia, contención del gasto público y apreciación del colón. Sin embargo, esto no ha impedido que el país tenga un buen desempeño económico en comparación con el resto del mundo.

Datos publicados por el Banco Central de Costa Rica (BCCR) en la revisión de su Programa Monetario de julio del 2024, indican que el Producto Interno Bruto (PIB) en Costa Rica aumentó 5,5% en términos interanuales en el segundo trimestre del 2024 en relación con 5,9% en el mismo trimestre del año previo. Durante parte del 2023 el dinamismo en las exportaciones de las empresas en el régimen especial, que goza de beneficios fiscales y que está más enfocado en la exportación de bienes y servicios, aumentó su contribución en el crecimiento de la producción. Entre el último trimestre del 2023 y el segundo del 2024, el régimen definitivo, que principalmente acoge a las empresas dedicadas a la producción local ha tenido una mejora en su actividad y ha contribuido en mayor proporción al crecimiento de la producción.

Las exportaciones continuaron creciendo en el 2024, y aunque lo ha hecho con variaciones menores a las observadas en el 2023, ha contribuido positivamente en la reducción del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE, tendencia ciclo) aumentó 4,1% en mayo del 2024 con respecto a mayo del 2023 (6,1%). En los últimos 18 meses se ha mantenido la brecha de crecimiento entre el régimen especial y el régimen definitivo. Mientras el primero creció un 8,8% en términos anuales a mayo del 2024, el régimen definitivo lo hizo en 3,8%. Esta disparidad es importante resaltarla porque el régimen definitivo representa poco más del 70% de los cambios en el IMAE y genera la mayor proporción de puestos de trabajo en el país, por tanto, sería deseable que esta brecha de crecimiento se cierre en un futuro cercano.

Las actividades que han aportado más a la variación del IMAE fueron: manufactura (que explicó el 28% del cambio en el IMAE), servicios profesionales (14,4%) y construcción (14,3%). Dentro de la manufactura, las actividades de producción de implementos médicos y dentales, de productos alimenticios y textiles, todas ellas dentro del régimen especial, fueron las que tuvieron el mejor desempeño en el último año.

En el régimen definitivo también destacó el aumento en la producción textil, mientras que el crecimiento del sector de construcción (10,6%) tuvo su origen sobre todo en la construcción privada no residencial. Las actividades relacionadas con servicios siguen teniendo un desempeño muy favorable. El comercio ha crecido a tasas superiores al 4% en los últimos 10 meses (4,9% en mayo del 2024), el transporte aumentó 7% en mayo con respecto al año previo y las actividades de alojamiento y servicios de alimentación ha crecido a tasas crecientes hasta alcanzar un 9,4% en mayo.

La preocupación está centrada en la actividad agropecuaria que siguió desacelerándose hasta caer 2,4% en mayo en términos anuales, producto de la menor producción de café y banano. Esto impacta directamente en el empleo de las poblaciones rurales y con menor nivel de educación.

En lo que refiere a proyecciones y balance de riesgos, el BCCR actualizó las proyecciones de crecimiento del PIB para el 2024 y 2025 a 4% en ambos años. El crecimiento seguirá siendo impulsado por las exportaciones, para las que se espera un aumento de 6,1% y 6,0% en ambos años. La demanda interna también seguirá siendo dinámica, aunque con una desaceleración relativa a lo observado en el 2023, sobre todo, se espera un menor crecimiento del consumo de los hogares (2,8% y 3,9% respectivamente).

Según las proyecciones del BCCR, la inflación continuará su tendencia al alza para entrar al rango de tolerancia de la meta de inflación en el primer trimestre del 2025, esto condicionado a que no haya presiones de demanda interna y tampoco choques adicionales de oferta a nivel internacional. Además, la proyección está sujeta a que el BCCR siga su camino hacia una política monetaria expansiva. En este sentido, ha comunicado que continuará haciendo ajustes en la tasa de política monetaria, gestionando la liquidez en el mercado de liquidez y mediante la emisión de deuda, así como también mediante la participación en el mercado cambiario en las mismas condiciones con las que lo hace actualmente. Su efectividad depende también de que estas acciones se trasladen de manera más rápida a las tasas de interés del sistema financiero y de que no se materialicen choques adicionales de oferta que afecten el comercio global o que se produzcan eventos de origen climático que distorsionen la oferta de productos tanto a nivel local como mundial.

Valoración sobre las tendencias de la inflación en Costa Rica y su efecto social

Inflación general y sus componentes

La inflación negativa en junio del 2024 se originó principalmente en la corrección parcial de los precios de las materias primas y costos de transporte, así como en la apreciación del colón. La clasificación por grupos de artículos revela algunas disparidades. Reducciones en los precios de alimentos, servicios de transporte de pasajeros y cuidado personal, pero aumentos en alquiler de vivienda, servicios de información y comunicación y electricidad y gas.

Luego del período de alta inflación del 2022, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Costa Rica terminó el 2023 con una variación anual negativa de 1,8%, lo que, se interpreta como una caída en los precios de la economía a nivel general. En el 2023 se corrigieron parcialmente las presiones al alza que hubo en los precios internacionales de las materias primas y en los costos de transporte de contenedores. Además, la apreciación del colón contribuyó a la reducción de los precios internos. Sin embargo, esta generalización puede ocultar las diferencias que enfrentan algunos sectores sociales en sus canastas de consumo.

La inflación medida por el índice de inflación subyacente, que excluye artículos volátiles de la canasta del IPC y que se utiliza como referencia para evaluar el impacto de la política monetaria, fue cercana a cero desde julio de 2023. Esto indica que parte de la caída en los precios se relaciona con productos que suelen experimentar variaciones abruptas y temporales, y que no afectan la inflación a mediano o largo plazo, entre ellos, algunos alimentos y combustibles.

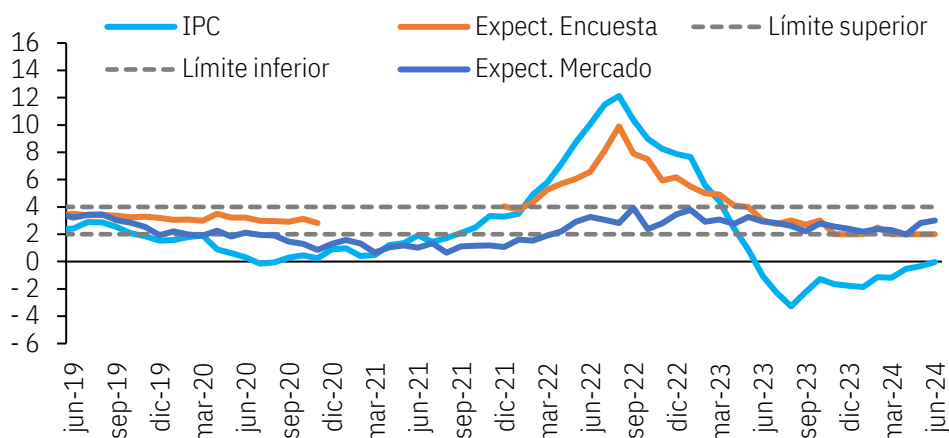
Las expectativas de inflación continuaron descendiendo y a junio del 2024 se ubicaron dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación (gráfico 2). Las expectativas tomadas de las encuestas del BCCR han estado dentro del rango de tolerancia desde febrero del 2023 y actualmente están alineadas con la meta en 2% (mediana). Además, en relación con el año anterior las respuestas de la encuesta de expectativas tienen menos dispersión, lo que sugiere que, ahora hay más consenso entre los analistas de que la política monetaria y la normalización de los detonantes externos de inflación permitirán que ella converja a la meta en los próximos doce meses.

La historia de datos de la encuesta de expectativas de inflación indica que estas tienden a desviarse fácilmente de la meta cuando los precios aumentan, pero cuando tienden a la baja, las expectativas se anclan al límite inferior del rango de tolerancia. En el análisis monetario de la economía costarricense del 2023 y primeros meses del 2022 (García, 2023) se mencionó que las expectativas de los agentes económicos no estaban ancladas a la meta porque, cuando la inflación aumentó en el 2022, estas reaccionaron rápidamente al alza y se salieron del rango de tolerancia, a pesar de que el choque de precios internacionales en materias primas se consideraba temporal en ese momento y la tasa de política monetaria había aumentado.

Gráfico 2

Inflación del IPC, expectativas y meta de inflación

(en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Algo similar ocurrió en el 2014 durante la transición a metas de inflación que culminó en el 2015, tras un aumento moderado en los precios y el anuncio de una meta de inflación más baja, las expectativas de la encuesta se desviaron entre 2 y 3 puntos porcentuales con respecto a la meta y cuando la inflación fue negativa en el 2016, se alinearon con la meta.

En este sentido las expectativas de inflación derivadas del mercado de deuda han mostrado un comportamiento más estable alrededor de la meta de inflación desde finales del 2021 ya que solamente estuvieron fuera de este rango de tolerancia en septiembre del 2022 durante el episodio de alta inflación.

Los subíndices de bienes y servicios muestran algunas diferencias en la magnitud y velocidad de las variaciones en los precios que es importante mencionar porque estas inciden en la percepción de inflación y de costo de vida de las personas dependiendo del peso que tengan

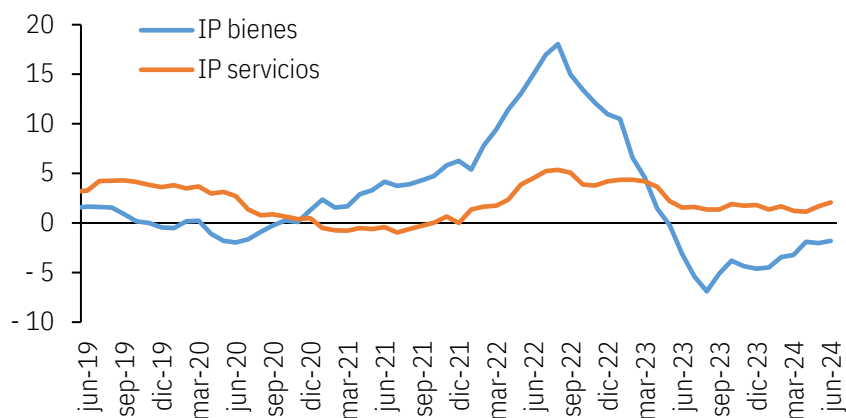
estos grupos en las canastas de consumo de las familias (gráfico 3). En los últimos cinco años los bienes de manera agregada han variado más que los servicios. Esto es a causa de la mayor transferencia de los precios internacionales de materias primas y un efecto más directo de las variaciones cambiarias en los costos de importación. Además, algunos de ellos son regulados.

Durante el 2022, el nivel máximo de inflación de los servicios fue de 5,3% en agosto del 2022, mientras que los bienes alcanzaron su máximo de 18,0% en esa misma fecha. A junio del 2024 los bienes que conforman la canasta del IPC son los que han explicado mayormente la variación negativa de la inflación general ya que en el agregado sus precios disminuyeron 1,8% (-1,5% en promedio los últimos 18 meses).

Por otro lado, los precios de los servicios se encuentran en terreno positivo y en un nivel relativamente estable. A junio del 2024 la inflación de los servicios fue de 2,1%, en línea con la variación anual promedio de los 18 meses anteriores (2,2%). Esto se explica en buena parte por el incremento en las tarifas de los servicios de electricidad y telefonía fija los cuales aumentaron 14,3% y 24,4% respectivamente en diciembre del 2023 y 2,3% y 26% en junio del 2024. En el caso la electricidad, estos aumentos reflejan el mayor costo de la generación eléctrica por el uso creciente de fuentes térmicas, debido a que las condiciones climáticas redujeron la capacidad de producción a través de fuentes renovables.

Gráfico 3

Variación anual de precios en los subíndices de bienes y servicios en el IPC
(en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

La clasificación por artículos también revela cambios importantes en la inflación reciente, particularmente en los grupos con mayor peso en el IPC: 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 gas⁴.

⁴ 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.

A partir de la corrección en los precios internacionales de materias primas y la apreciación del colón, los costarricenses se beneficiaron de reducciones en los precios de algunos alimentos, servicios de transporte de pasajeros y adquisición de vehículo, según los resultados a junio del 2024 (cuadro 1). Pero esta tendencia se veía desde el año anterior. A junio del 2023 la caída en los precios de productos servicios relacionados con transporte (-22%) y en adquisición de vehículos (-19%) fue aún mayor. En el caso de alimentos, la variación anual de -1,7% en conjunto con su alta participación en la canasta de consumo aportaron sustancialmente a la variación negativa del IPC. Precisamente, durante el 2022 los rubros de alimentos y servicios de transporte de pasajeros fueron los que más aumentaron el gasto de los costarricenses.

Las clasificaciones de alquiler de vivienda, comidas y bebidas fuera del hogar, electricidad y gas y servicios de información y comunicación se han comportado muy diferente al indicador de inflación general al mostrar variaciones anuales positivas. En los primeros dos grupos, hubo mayor incidencia de la demanda interna, mientras que los otros dos tienen una combinación de choques internos y externos.

En el caso de electricidad, la reducción en la capacidad de producción local por efecto de condiciones climáticas obligó a recurrir a fuentes de generación eléctrica alternativas que son más costosas, aun después de la reducción en los costos de importación de petróleo.

Cuadro 1

Variación anual de precios y efecto en la inflación de grupos seleccionados del IPC

(en porcentaje)

Grupo	Ponderación	Variación anual			Efecto		
		dic-22	dic-23	jun-24	dic-22	dic-23	jun-24
Alimentos	22,3	19,1	-5,5	-1,7	4,2	-1,4	-0,4
Servicios de información y comunicación	7,0	-5,2	2,7	7,9	-0,3	0,2	0,5
Productos y servicios para equipo de transporte	6,2	9,0	-5,7	0,1	0,7	-0,4	0,0
Alquiler de vivienda	5,5	3,8	5,1	4,4	0,2	0,3	0,2
Comidas y bebidas fuera del hogar	5,5	8,4	2,3	2,0	0,5	0,1	0,1
Cuidado personal	5,3	7,5	-0,6	-1,6	0,4	0,0	-0,1
Adquisición de vehículos	4,6	-4,2	-10,0	-2,8	-0,2	-0,4	-0,1
Bienes y servicios para el mantenimiento del hogar	4,3	5,8	1,5	0,1	0,2	0,1	0,0
Servicios de transporte de pasajeros	4,0	21,2	-4,2	-4,7	0,8	-0,2	-0,2
Electricidad y gas	3,6	-5,4	10,9	2,1	-0,2	0,3	0,1

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Aunque la inflación muestra una mejora respecto a 2022 y parte de 2023, los consumidores en el país siguen siendo pesimistas con respecto a algunos temas. El Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad de Costa Rica (UCR) de mayo de 2024 se redujo en comparación con la última encuesta del 2023 reflejando preocupaciones sobre las condiciones actuales y futuras de la economía. En lo que se refiere a inflación, más personas respondieron que sus ingresos aumentarán menos que la inflación (30,5% en mayo de 2024 frente a 29,7% en noviembre de 2023). Este resultado concuerda con otras dos respuestas de la encuesta, una relacionada con el nivel de ingreso y otra con respecto a la expectativa de precios de combustibles. En el primer caso, el 17,6% de las personas respondió que su ingreso se reducirá en los próximos doce meses (15,3% en noviembre del 2023), mientras que, en el tema de los combustibles, el 73,9% respondió que espera un aumento en los precios (65%).

Impacto diferenciado de la inflación según los estratos de ingreso

Durante el 2023 y 2024 la desaceleración de la inflación para los grupos de menor ingreso fue más lenta en comparación con el estrato de ingreso alto, similar a lo ocurrido en el 2008 y 2009 y entre el 2014 y el 2015. Parte de esta brecha se explica por la diferencia en las ponderaciones de gasto de algunos artículos que reflejaron más directamente la apreciación cambiaria.

En el pasado, cuando la inflación fue alta los estratos de ingreso bajo y medio comúnmente enfrentaron aumentos mayores en los precios en comparación con el estrato de ingresos altos. 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 son más diversificadas. Además, hay aspectos culturales que diferencian la asignación de gasto y que hacen que la percepción de inflación tampoco sea la misma entre regiones y países, sin tomar en cuenta que la transmisión de los choques internos y externos también puede variar entre ellos dependiendo de factores estructurales y coyunturales de la economía.

Por ejemplo, en una comparación entre Chile, Colombia, Costa Rica y México, los tres grupos de gasto con mayor ponderación relativa en el IPC son alimentos y bebidas no alcohólicas, alquiler y otros servicios de vivienda y transporte. Su participación agregada está en un rango de 51,7% para Costa Rica y 61,1% en el caso de Colombia. Sin embargo, es interesante ver que en Colombia el gasto en alquiler y otros servicios de vivienda es mucho más alto que los otros países, pero, con un menor gasto relativo en alimentos y bebidas no alcohólicas. Además, el gasto en salud en Chile es considerablemente más alto (cuadro 2). Esto indica que, en la formulación de políticas públicas para el desarrollo, la consideración de la inflación va más allá de la sola evaluación del índice general.

Los hogares de menor ingreso destinan más recursos para alimentación y servicios básicos y que por esta razón los aumentos en los precios les afectan más que al resto de la población y cuando la inflación tiende a la baja, su efecto se transmite más lentamente. Por ejemplo, en Colombia, los datos de las ponderaciones de gasto por estratos de ingreso del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) muestran que, en el caso de los alimentos (alimentos y bebidas no alcohólicas), el porcentaje de gasto en los hogares vulnerables es 22,24% y pobres 23,78%, los gastos relacionados con el hogar 36,33% y 40,17% respectivamente. Por su parte, en México los hogares en los tres deciles de ingreso más bajo destinan entre un 46,4% y 51,1% de su gasto para alimentación y un 10,9% en promedio en gastos relacionados con el hogar.

Cuadro 2

Ponderaciones de las clasificaciones de gasto del IPC de mayor importancia relativa

Países seleccionados de América Latina

(en porcentaje)

País	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Clasificación / Año base	2023	2018	2020	2018
Alimentos y bebidas no alcohólicas	22,2	15,1	24,3	25,8
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	16,8	33,1	12,5	19,6
Salud	8,2	1,7	6,0	3,1
Transporte	13,5	12,9	14,8	13,8
Comunicaciones	6,7	4,3	7,8	3,1
Recreación y cultura	4,8	3,8	5,1	4,9
Restaurantes y hoteles	6,2	9,4	6,0	9,5
Bienes y servicios diversos	3,7	5,4	6,8	4,7

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC (Costa Rica), INEGI (México), INE (Chile) y DANE (Colombia).

Cuadro 3

Inflación anual según los estratos de ingresos y divisiones del IPC

(variación anual en porcentaje)

División	dic-22		dic-23		jun-24	
	Ingresos bajos	Ingresos altos	Ingresos bajos	Ingresos altos	Ingresos bajos	Ingresos altos
Inflación general por estrato	9,9	6,9	-1,6	-2,1	-0,6	0,4
Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,7	18,6	-5,2	-4,8	-1,8	-1,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	9,4	12,8	-0,1	-5,2	2,0	-0,6
Prendas de vestir y calzado	0,0	0,1	-1,4	-1,5	-3,4	-3,6
Alquiler y servicios de la vivienda	-0,5	0,8	4,3	4,5	1,9	2,6
Muebles, artículos para la vivienda y servicio doméstico	8,8	4,4	-0,2	0,6	-3,2	-0,2
Salud	4,1	3,9	0,8	0,2	1,1	1,1
Transporte	13,1	6,0	-3,2	-8,2	-3,7	-1,3
Información y comunicación	-5,1	-5,0	1,5	0,5	6,0	5,5
Recreación, deporte y cultura	6,6	16,2	2,4	-3,5	0,8	1,2
Educación	1,7	2,5	3,0	3,2	0,4	2,1
Comidas fuera del hogar y servicio de alojamiento	8,7	7,5	2,4	2,0	2,1	1,9
Servicios financieros y seguros	0,0	-0,1	1,1	-0,2	0,6	0,4
Bienes y servicios diversos	7,8	4,9	-0,6	0,0	-2,5	-0,5

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

En Costa Rica según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), los hogares de menores ingresos destinan un 37% de su gasto en alimentación y un 17,5% en servicios de vivienda. Los índices de precios por estratos de ingreso del INEC confirman que, a junio del 2024 el costo de la canasta de consumo del estrato de ingresos bajos bajó 0,6%, mientras que para el estrato de ingresos altos la inflación fue de 0,4%. En diciembre del 2023 la reducción en los precios fue mayor para los estratos de ingreso alto (-2,1% en comparación con -1,6% para el estrato de ingreso bajo) (cuadro 3).

Durante el 2023 y 2024 la desaceleración de la inflación para los grupos de menor ingreso fue más lenta, similar a lo ocurrido en el 2008 y 2009 y entre el 2014 y el 2015. Las clasificaciones de bebidas alcohólicas y tabaco, transporte y recreación permiten explicar parte de esta

diferencia. En el caso de recreación la reducción se concentró en los paquetes vacacionales que disminuyeron 11,6% a diciembre del 2023 y los videojuegos y consolas a lo largo de los últimos doce meses (en junio del 2024, -23,3%). Ambos artículos son menos frecuentes en el gasto de las familias de menor ingreso, pero se beneficiaron de la reducción en el tipo de cambio.

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, en conjunto con combustibles (diésel y gasolina) y lubricantes y servicios relacionados con equipo de transporte, reflejaron casi de inmediato la apreciación del colón, pero también la reducción en el precio del petróleo durante el 2023.

En cambio, el estrato de ingresos bajos gasta más en servicios de transporte público cuyas tarifas son reguladas⁵ y los ajustes de precios dependen de si estos son ordinarios o extraordinarios. En el caso del transporte en autobús y taxi, pese a que en los últimos dos años los ajustes extraordinarios han sido solicitados con mayor frecuencia, esta vez los ajustes se dieron de manera tardía ya que las tarifas empezaron a reducirse solamente de manera leve en el último trimestre del 2023 y no fue hasta el segundo trimestre del 2024 que bajaron (-7,4% y 1,7% en junio del 2024 respectivamente).

A partir de lo descrito anteriormente, puede concluirse que: 1) si bien los ajustes en precios de los bienes y servicios regulados tienden a generar mayor volatilidad al IPC, la velocidad con la que se ajustan las tarifas en la actualidad beneficia a los grupos de bajo ingreso cuando los ajustes son a la baja y 2) los estratos de mayor ingreso perciben de manera más directa las variaciones cambiarias.

Finalmente, en lo que se refiere al costo de la canasta básica alimentaria, ella también disminuyó a junio del 2024 con respecto al año anterior. A nivel nacional, el costo de la canasta básica fue de ₡56 956, menor en 2,7% en comparación con junio del 2023, mientras que para la zona rural y urbana el costo fue de ₡50 905 y ₡60 697 respectivamente, con disminuciones de 2% y 3,1% en ese mismo orden y para ese lapso. Diez de los diecisiete artículos de la canasta básica bajaron de precio, destacando los huevos y las grasas (-34% y -15%). Entre los artículos que subieron de precio están las hortalizas y frutas (28% y 3,5%), productos que con frecuencia muestran oscilaciones vinculadas a condiciones climáticas que afectan las cosechas.

Transferencia de los precios de las materias primas a los precios al productor y bienes y servicios regulados

Las variaciones en los precios de las materias primas tuvieron un efecto positivo en los índices de precios de materias primas importadas y de precios al productor a nivel local. Esto también provocó reducciones de precios de bienes y servicios regulados, particularmente los relacionados con transporte y otros servicios públicos.

En los últimos cinco años los precios internacionales de las materias primas han marcado las tendencias de la inflación global. Los *commodities* relacionados con energía han tenido vaivenes

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.

en la producción por las decisiones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC, por sus siglas en inglés) de producir menos por algunos lapsos, así como por las tensiones geopolíticas. Las materias primas alimenticias reaccionaron sobre todo a presiones de demanda y eventos de origen climático, mientras que los metales se movieron por presiones de demanda, particularmente desde los países asiáticos y por expectativas sobre la capacidad de oferta de los países productores. Además, desde el 2021 hay distorsiones en el flujo regular de transporte marítimo por las principales rutas y menor disponibilidad de contenedores.

En el contexto económico actual, cada vez más integrado y globalizado, el traspaso de los precios internacionales de materias primas a los precios locales tiene más relevancia. La literatura internacional ha documentado que los cambios en los precios de las materias primas tienen efectos asimétricos en variables macroeconómicas, entre ellas: producción, inflación y tipo de cambio. Pero, en las economías pequeñas, abiertas y, sobre todo, importadoras de materias primas, las tendencias en sus precios tienen un impacto mayor en los precios locales y esto reta la gestión de la política monetaria.

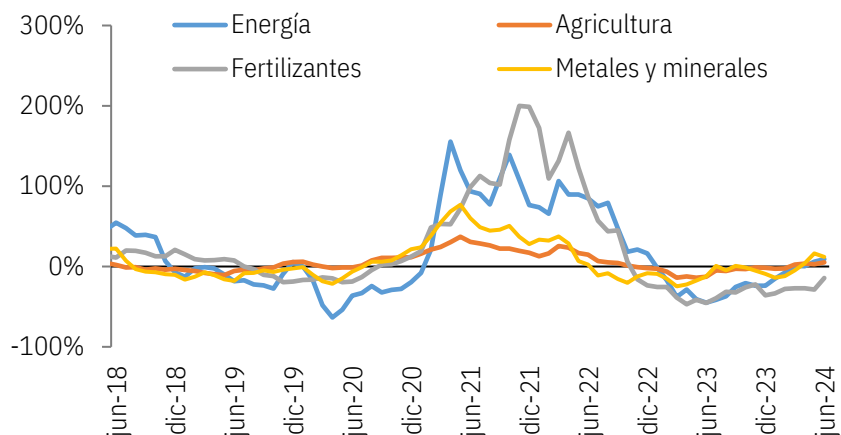
Estudios para Costa Rica realizados por Álvarez y Esquivel (2016) y Alfaro-Ureña y Sandoval (2022) concluyen que el traspaso del precio de las materias primas hacia los precios al consumidor y los de manufactura tienen rezagos de aproximadamente tres meses y cinco meses respectivamente y que esta transferencia es asimétrica porque los aumentos en los precios de las materias primas se transfieren con mayor magnitud y rapidez a los precios locales en comparación con las reducciones.

Los índices de materias primas del Banco Mundial han tendido a la baja desde enero del 2023, pero de forma anticipada en el caso de los metales y otros materiales de producción (julio del 2022). En el caso del grupo de agricultura, los precios empezaron a bajar a finales del 2023 pero los granos básicos bajaron tardíamente hasta el primer trimestre del 2023, con un efecto rezagado de la caída en los precios de los fertilizantes (gráfico 4). Durante el 2023 los precios del grupo de energía disminuyeron a una tasa promedio anual de 29% mientras que los agrícolas y metales lo hicieron en 7% y 8% respectivamente.

Gráfico 4

Índices de precios de materias primas del Banco Mundial

(variación anual en porcentaje)



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

Las proyecciones del Banco Mundial indican que a nivel general el índice de precios de las materias primas disminuirá en el 2024 (3%) y 2025 (4%), un poco más rápido en los alimentos, para los cuales pronostica una reducción de 6% en el 2024 y 4% en el 2025. La excepción serían el petróleo, el oro y el cobre cuyos precios podrían aumentar 2%, 8% y 5% respectivamente. En el caso del cobre, su precio ha tendido al alza este año por la expectativa de recuperación de la demanda interna en China, mientras que el oro, en su condición de activo de resguardo, ha sido más cotizado en el actual contexto de incertidumbre en relación con los cambios en la política monetaria a nivel global y las tendencias de crecimiento.

Congruente con esto, el índice de precios internacionales de materias primas importadas del BCCR (IP-MPi), considerado un indicador que adelanta la transferencia de los costos a los precios, registró mayormente variaciones anuales negativas desde agosto del 2022 y se ha extendido durante el primer semestre del 2024 pero con una evidente moderación, siendo que a junio del 2024 el índice disminuyó solo 0,8% en términos anuales⁶ (gráfico 5).

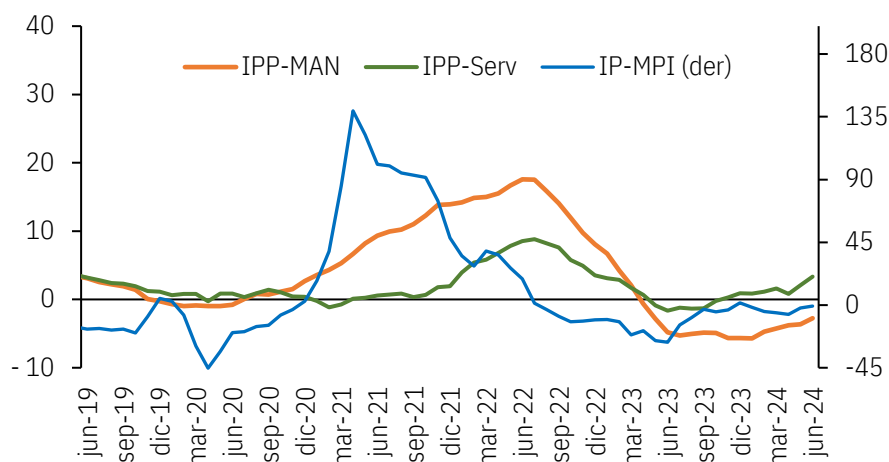
El índice de precios al productor de manufactura siguió la misma tendencia descendente con algunos meses de rezago (aproximadamente nueve meses según datos del último bienio), con una deflación de 2,8% en junio del 2024. Aunque la reducción en el precio de los insumos productivos se moderó en el 2024, de cumplirse las proyecciones del Banco Mundial descritas anteriormente en relación con los precios de las materias primas, sería razonable esperar que la inflación en Costa Rica no cambiará drásticamente de tendencia en los próximos meses.

En el caso de los costos de producción de los servicios, estos tuvieron un período muy corto de deflación durante el 2023 pero en general variaron poco durante ese año. En el primer semestre del 2024 el índice aumentó 3,3% (junio del 2024), lo que sugiere que el precio final de los servicios al consumidor seguirá teniendo aumentos moderados que generarán un efecto de balance en la inflación general.

⁶ 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%. Los productos incluidos en el IP-MPi son: trigo, maíz, soja, arroz, hierro, acero, aluminio, zinc, cobre y petróleo crudo WTI.

Gráfico 5

Inflación de los precios al productor de manufactura y servicios y precios de materias primas importadas (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.

En relación con los bienes y servicios regulados y no regulados, 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. Este contexto es importante porque los regulados forman parte de los 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 más bajos.

En los últimos cinco años los regulados 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. Esto sucede en el caso de gasolina, diésel, gas licuado, suministro de agua y electricidad⁷.

Durante el 2022 los precios de los bienes y servicios regulados alcanzaron una variación máxima de 22,7% en agosto del 2022 y aunque rápidamente se ajustaron a la baja, su efecto en los demás precios a nivel interno se dio con un rezago y esto hizo que al final del año los precios de los bienes y servicios no regulados fuera superior. No fue hasta mediados del 2023 que se observaron variaciones negativas (gráfico 6). Las variaciones en los precios internacionales del petróleo durante el 2023 se reflejaron en una reducción importante en los precios gasolina, diésel y gas licuado⁸, cambios que a su vez se replicaron algunos meses después en las tarifas

⁷ Los bienes y servicios regulados representan el 15,3% de la canasta del IPC (13 artículos). Los artículos regulados de mayor ponderación en el IPC son: gasolina (3,6%), electricidad (3,28%) y transporte en autobús (2,2%).

⁸ Un 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

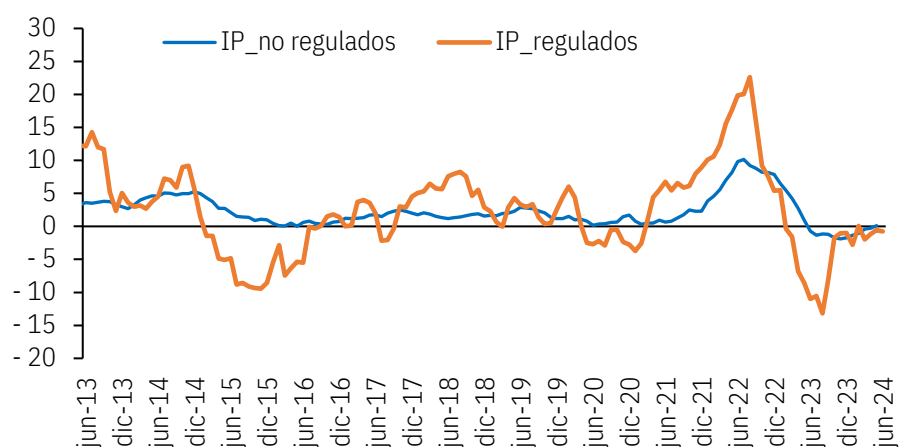
de los servicios de transporte en autobús, taxi y peajes⁹. Así, en el agregado, el índice de precios de los bienes y servicios regulados disminuyó 0,7% en junio del 2024 con respecto al año previo.

Una situación muy similar se había presentado en Costa Rica entre el 2014 y 2015. Tras la reducción en el precio internacional del petróleo y de algunos alimentos, los precios de los bienes y servicios regulados en el país tendieron rápidamente a la baja, presentando variaciones negativas superiores al 9% en el agregado. Esto dio como resultado variaciones posteriores igualmente negativas, pero de menor magnitud, en el índice general.

Gráfico 6

Inflación de los subíndices de bienes y servicios regulados y no regulados

(variación anual en porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Finalmente, en la división de alimentos no regulados, que es el rubro con mayor participación en el gasto de los hogares de menor ingreso en el país, los aceites y grasas y las carnes y mariscos, fueron las que más contribuyeron a la reducción en este grupo tanto en diciembre del 2023 como en junio del 2024 (cuadro 5). En la dirección contraria, los vegetales, tubérculos y frutas presentaron variaciones positivas, que se originaron sobre todo en distorsiones de tipo climático que afectaron la producción.

En el caso de los granos básicos, que son parte esencial de la alimentación de los costarricenses, se ha observado un comportamiento mixto en los últimos 18 meses. Las leguminosas secas (frijoles) que habían tenido un aumento importante en el 2023 (29,9%), bajaron de precio a junio

Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos. Por ejemplo, en el caso de la electricidad, los ajustes son mayormente 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. ⁹ La aplicación del Decreto Ejecutivo 43575-MINAE en junio del 2022, permitió mitigar el efecto del aumento en el precio del diésel en las cadenas de producción. 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.

del 2024 (-3,3%). Por otro lado, los cereales aumentaron de precio en junio del 2024, entre ellos, el arroz que aumentó 6,3% y las harinas de maíz (3,2%).

Cuadro 4

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

Índice / artículo	Ponderación	Variación anual		
		dic-22	dic-23	jun-24
Índice de precios de bienes y servicios no regulados	84,7	8,2	-1,9	0,1
Índice de precios de bienes y servicios regulados	15,3	5,4	-1,0	-0,7
Arroz	1,3	4,7	-0,8	6,3
Diésel	0,4	31,7	-17,2	3,7
Gas licuado	0,4	-28,6	-14,7	1,0
Gasolina	3,6	8,4	-6,5	-0,2
Peajes	0,1	5,1	-11,5	-2,4
Revisión técnica de vehículos	0,2	-50,3	-2,0	0,0
Suministro de agua	1,7	0,3	-6,6	-6,3
Servicio de alcantarillado	0,3	0,0	0,0	1,7
Electricidad	3,3	-1,1	14,3	2,3
Telefonía fija	0,4	-2,0	24,4	26,0
Servicios municipales	0,7	1,8	3,3	2,0
Transporte en autobús	2,2	16,6	-1,1	-7,4
Transporte en taxi	0,8	34,2	-0,1	-1,7

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

Cuadro 5

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

Índice / artículo	Variación anual		
	dic-22	dic-23	jun-24
Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,1	-5,2	-1,5
Vegetales, tubérculos, leguminosas y conservas	41,7	-11,6	6,4
Jugos de frutas y vegetales	9,9	4,6	4,5
Frutas y semillas	12,7	-11,6	3,3
Alimentos preparados y otros productos alimenticios	15,0	4,2	2,0
Cereales y productos de cereales	15,4	-1,0	1,4
Bebidas gaseosas	5,5	1,0	1,4
Azúcar, sustitutos y golosinas	10,0	1,4	-0,3
Café	41,0	-6,2	-1,2
Té	2,3	-6,3	-1,7
Pescado y otros mariscos	9,9	-2,4	-2,5
Carnes	11,6	-7,4	-4,9
Productos lácteos y huevos	19,8	-2,2	-8,7
Aceites y grasas	36,8	-21,4	-18,8

Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

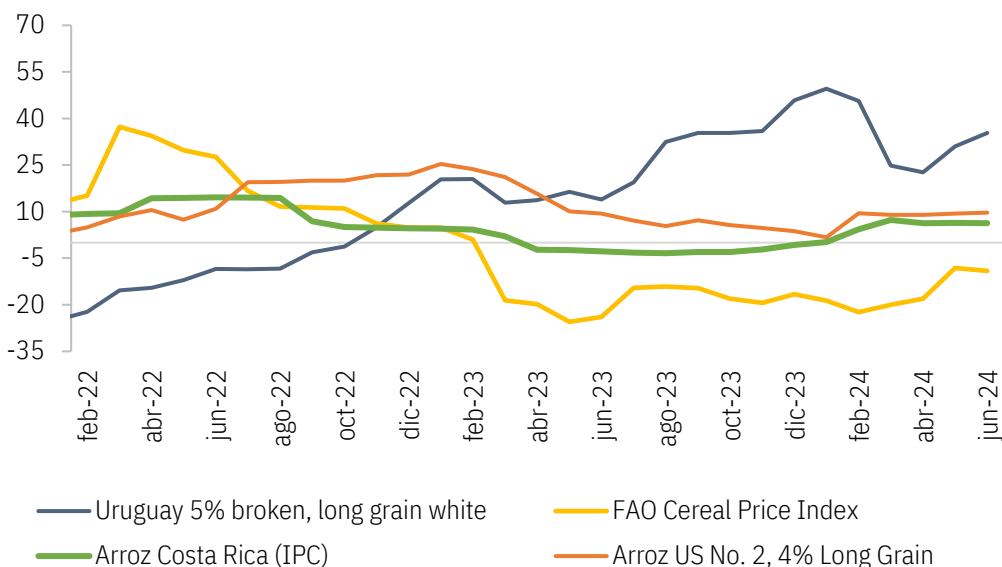
Al comparar la evolución reciente de los cambios en el precio del arroz en Costa Rica con respecto a las variaciones de algunas referencias internacionales, se observa que desde finales del 2022 los cambios en los precios locales han sido más bajos e incluso se han reducido en algún lapso (gráfico 7). El índice de precios del arroz a nivel de artículo en la canasta del IPC muestra una variación anual de 6,3% a junio del 2024 con reducciones en los precios durante nueve meses del 2023, en el rango de -0,8% y -3,4%.

Para efectos de comparación se utilizan el precio de la variedad de arroz de exportación de Estados Unidos clasificada como “US No. 2, 4% Long Grain” y otra referencia de arroz de exportación de Uruguay clasificada como “Uruguay 5% broken, long grain white”, las cuales forman parte del índice de precios *All Rice Price Index* de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés). Los datos de esta fuente muestran un aumento en su precio (US\$ por tonelada) de la referencia estadounidense de 9,7% en términos anuales en junio del 2024 y aumentos a lo largo del 2023 en un rango de 3,7% y 25%. En el caso de la referencia uruguaya, las variaciones anuales han sido aún más altas (35% en junio del 2024) (gráfico 7).

Gráfico 7

Precios de cereales y arroz en los mercados internacionales y en Costa Rica

(variación anual en porcentaje)



Notas: FAO Food Price Index incluye: agregado de precios de carnes, lácteos, cereales, aceites y azúcar. FAO Cereals Price Index incluye: trigo, maíz, arroz, sorgo, cebada. Arroz US se refiere al tipo US No. 2, 4% Long Grain. Arroz Costa Rica: utiliza como referencia el índice de precios del arroz a nivel de artículo en el Índice de Precios al Consumidor. Fuente: Elaboración propia, con datos de la FAO, INEC.

De esta forma, los cambios en los precios del arroz a nivel internacional no se reflejaron en igual magnitud en los precios finales en Costa Rica, aunque no se descarta que los aumentos recientes se transmitan de forma rezagada. La apreciación del colón pudo incidir en un menor efecto traspaso de los precios externos, amortiguando parte del aumento en los precios de

importación. Además, pudo incidir en esto la reducción de aranceles a la importación derivada del decreto ejecutivo 43642 MAG-MEIC-COMEX¹⁰.

De acuerdo con la FAO, el mercado internacional de cereales se ha caracterizado por una mejor proyección para las cosechas de trigo en Ucrania y Estados Unidos y en el caso del maíz por una mayor producción efectiva de Estados Unidos, Argentina y Brasil (en conjunto exportan cerca del 74% del comercio global de maíz). En el mercado del arroz, la FAO proyecta que la producción aumentará 0,9% en la temporada 2024-25 en comparación con la anterior y una reducción en la demanda en el 2024 de 3,7% que en conjunta permitirán una acumulación de inventarios y potencialmente una reducción en los precios.

En resumen, la combinación de la apreciación del colón, la reducción en los precios de algunas materias primas a nivel internacional y la moderación en los aumentos de algunas otras, han favorecido la reducción en los precios locales y, tal como lo reflejan los índices de materias primas importadas y de precios al productor, parte de este efecto aún está por materializarse. De cumplirse las proyecciones del Banco Mundial y de la FAO, sería razonable esperar que la transmisión de los efectos continúe durante el 2024, pero, dado que las proyecciones también señalan variaciones mixtas en los precios, su efecto final dependerá de cuál de ellos prevalezca.

Efecto de un menor tipo de cambio en las variaciones de precios

La aproximación de la variación de precios de los bienes y servicios transables y no transables en la canasta del IPC demuestra que la reversión en el tipo de cambio entre el 2023 y 2024, se reflejó en una variación negativa de los precios de los transables, sobre todo en bienes relacionados con hogar, transporte, recreación, vestido y cuidado personal.

Como se ha descrito, las variaciones en el tipo de cambio en los últimos cinco años han tenido mayor incidencia en los precios de los bienes locales, particularmente los importados, en comparación con los servicios. Cuando el tipo de cambio aumenta, tal como ocurrió en el 2022, el costo en colones de importar un producto también lo hace, de modo que los precios tienden a subir para mantener los márgenes de ganancia del importador y el comerciante. Parte de estos efectos indirectos que se canalizan a través de la cadena de suministro son capturados en los índices de precios al productor y de importación de materias primas. También, la fijación de precios en dólares para algunos bienes y servicios hace que el efecto traspaso sea más directo.

Por otro lado, algunos de los bienes y servicios regulados reciben 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, 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) (García, 2023).

¹⁰ En agosto del 2022 se firmó un decreto ejecutivo 43642 MAG-MEIC-COMEX que deroga los decretos N° 38884-MEIC y N° 39763 MAG-MEIC-COMEX, para eliminar el precio de referencia del arroz al productor y la fijación de los precios al consumidor final y reduciendo también los aranceles a la importación de arroz. En abril del 2024 este decreto fue suspendido por el Tribunal Contencioso Administrativo y Civil de Hacienda por considerarse que perjudica al sector productor y tras argumentarse que había tenido poco efecto en el precio final a los consumidores.

Como hemos visto, los precios de los bienes y servicios regulados de manera bajaron durante 18 meses y reaccionaron muy rápidamente a la reducción en el tipo de cambio, induciendo también un efecto indirecto a la baja en los no regulados. De manera que, parte de la tendencia que han tenido los índices de precios de materias primas importadas y de precios al productor de manufactura ha sido a causa de la apreciación del colón.

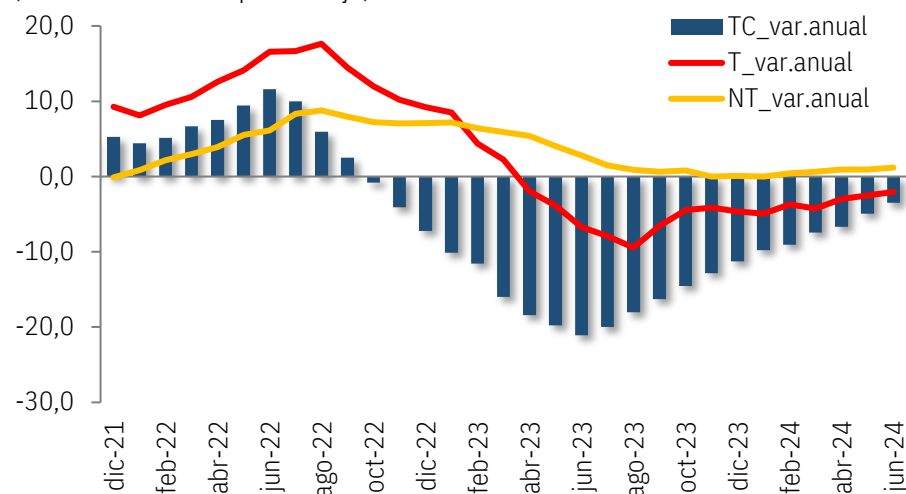
Un estudio de Orane (2015) sobre el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios locales en Costa Rica, concluyó, entre otras cosas que una de las consecuencias del aumento en el tipo de cambio en el pasado fue que la inflación interanual y las expectativas de inflación se incrementaron, que el efecto traspaso ha disminuido desde que el país tiene un régimen cambiario más flexible, pero que este es menor cuando el tipo de cambio baja.

La aproximación de la variación de precios de los bienes y servicios transables y no transables en la canasta del IPC (base 2020), demuestra que, en efecto, el incremento en el tipo de cambio en el 2022 provocó una subida en los precios en ambos casos casi de manera inmediata y que la reversión en el tipo de cambio entre el 2023 y 2024, se reflejó en una variación negativa de los precios de los transables a partir de abril del 2023.

Gráfico 8

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.

Algunos de los artículos que pueden clasificarse como transables y que mostraron reducciones importantes en sus precios entre junio del 2023 y junio del 2024 son:

- Alimentos: pastas (-5,4%), aceite (-25,3%), manzana (-10%).
- Prendas de vestir y calzado: tenis de hombre y mujer (-11% y -8,6%), zapato de mujer (-8,5%).
- Recreación: teléfono celular (-13,4%), computadora portátil (-7,5%), consola de video juegos (-23,3%), televisor (-7,3%), boleto aéreo (-4,3%).
- Artículos del hogar: lavadora de ropa (-9,5%), ollas (-13,7%), cocina (-8,3%).
- Transporte: bicicleta (-12%), llantas (-10%), motocicletas (-9,2%).
- Cuidado personal: champú (-17,8%), acondicionador para cabello (-13,9%), pañal desechable (-11,7%), toallas húmedas (-17,5%).

En general las variaciones de precios de los no transables han sido de menor magnitud comparativamente, siendo que estos presentaron la mayor parte del tiempo variaciones positivas, similar a lo ocurrido con la inflación subyacente (gráfico 8)¹¹. Además, la lentitud con la que se traspassa el efecto de reducciones en el tipo de cambio a los bienes no transables refuerza la percepción de que la inflación para los grupos de menor ingreso es mayor a la que muestran el índice general.

Mercado cambiario y posición externa

Mercado cambiario minorista y participación del BCCR en el mercado mayorista

Las ventanillas de los bancos siguen mostrando excedentes de divisas, aunque son menores que el 2023. Aun así, el BCCR ha continuado con su intervención en el mercado mayorista de divisas para acumular reservas internacionales y satisfacer la demanda del SPNB.

Las ventanillas cambiarias en los intermediarios financieros continuaron mostrando excedentes de divisas durante el 2023 y 2024, que, si bien han crecido a tasas menores, siguen estando en niveles muy superiores a los excedentes observados en el período 2019-2022. De acuerdo con el BCCR los excedentes se han originado en la entrada de capitales por inversión directa principalmente, el ingreso de divisas por turismo y el registro de desembolsos de préstamos de organismos internacionales (2023). En el primer semestre del 2024 hubo un excedente neto acumulado de US\$3 470 millones, en comparación con un excedente de US\$3 942 millones en primer semestre del 2023 y US\$1 134 millones en igual período del 2022 (gráfico 9).

Esto permitió que el BCCR llenara las necesidades de divisas del SPNB mediante negociaciones en el MONEX y acumular reservas. Es preciso recordar que la demanda de divisas por parte del SPNB aumentó considerablemente en el 2021 y 2022 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 internacionales para limitar las presiones en el mercado mayorista¹². En el 2023 la normalización de los precios internacionales de las materias primas contribuyó a la reducción en los requerimientos.

En lo que va del 2024, la demanda de divisas por parte del SPNB ha aumentado y con ello la participación del BCCR en el mercado para este propósito. El monto neto acumulado de seis meses de las operaciones del SPNB con el BCCR y con bancos del estado aumentó en junio del 2024 en 9,5% en relación con una reducción del 21,1% en junio del 2023.

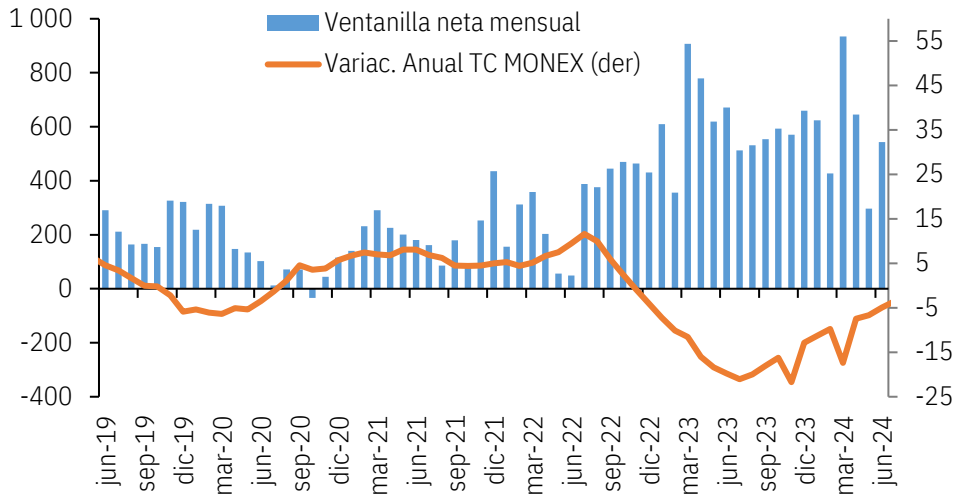
¹¹ La clasificación de bienes transables y no transables puede dar una idea aproximada de su efecto en los precios locales. Clasificar un bien como transable debe considerarse además de su comercialización internacional, otros factores, tales como: la no existencia de barreras comerciales y el volumen 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.

¹² 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 Monedas Extranjeras (MONEX), para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y atender sus propios requerimientos de divisas.

Gráfico 9

Negociaciones netas en las ventanillas cambiarias y tipo de cambio nominal

Millones de US\$ y variación anual en porcentaje



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

En esta misma dirección las negociaciones en el mercado mayorista MONEX, han permanecido relativamente estables con algunos indicios de tendencia a la baja. El valor acumulado de las negociaciones del primer semestre del año pasó de US\$5 371 millones en el 2023 a US\$4 915 millones a junio del 2024, una reducción de 8,5%. MONEX es el mercado en el que los intermediarios financieros negocian sus excedentes o faltantes de divisas a partir de sus proyecciones de flujos y, por tanto, el volumen de negociación está condicionado por lo que sucede en las ventanillas cambiarias.

Debido a la reducción de los excedentes el colón ha revertido parcialmente su tendencia a la apreciación. En mayo y junio del 2024 el valor promedio del dólar en el mercado cambiario mayorista MONEX, aumentó 2,4% y 2,1% respectivamente para terminar el mes de junio en un promedio de ₡526,3 colones por dólar. Si se compara con el valor promedio a junio del 2022 y junio del 2023, el colón sigue mostrando una apreciación de 23,8% y 3,5% en ese orden. Este cambio de tendencia temporal no ha dado como resultado una mayor volatilidad en el mercado como sí había ocurrido en el 2022 cuando el coeficiente de variación del tipo de cambio promedio en MONEX¹³ alcanzó sus niveles más altos en los cuatro años previos entre agosto del 2022 y marzo del 2023.

Por ser Costa Rica una economía abierta al comercio y altamente dolarizada, la apreciación del colón en la magnitud que se ha dado en los últimos años beneficia a algunos sectores de la economía, pero tiene implicaciones negativas en otros. Ha beneficiado sobre todo a 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 por la proporción del endeudamiento externo en la deuda total.

¹³ Calculado a partir de los tipos de cambio promedio MONEX al cierre de cada sesión en los últimos 22 días hábiles.

También ha contribuido en la reducción en los precios de los bienes importados magnificando el traspaso de la baja en los precios internacionales de algunas materias primas. Al respecto, los índices de precios de manufactura y producción de bienes y servicios sugieren que parte de este efecto está pendiente de completarse, pero que, dado el aumento reciente en el tipo de cambio, este podría tener un efecto compensatorio en los precios y de esta forma contribuiría a que la inflación se acerque a la meta hacia finales del 2024.

Por otro lado, los efectos negativos los han percibido las empresas exportadoras, particularmente las medianas y pequeñas que reciben menores ingresos en colones por sus ventas en el exterior y que no tienen acceso a coberturas cambiarias, lo mismo que empresas vinculadas al turismo que venden servicios en moneda extranjera y cuyos costos son mayormente en colones. En general esto implica una pérdida temporal de competitividad.

Esto es relevante porque, si estas empresas desean mantener márgenes de rentabilidad que les permitan continuar operando, deberán hacer ajustes en sus precios o en sus costos. En el primer caso, el aumento en los precios revierte parcialmente el beneficio de la reducción de precios por tipo de cambio. Por otro lado, la reducción de costos podría incidir en la creación o destrucción de puestos de trabajo como medida de corto plazo. En el peor de los casos, el cierre de algunas de estas empresas afectaría los encadenamientos productos. Además, en el país algunos salarios se fijan en dólares por lo que la apreciación del colón afecta el ingreso disponible de las personas que trabajan en esta condición.

Pese a los cambios de tendencia del tipo de cambio en los últimos tres años, las expectativas de variación cambiaria han apuntado consistentemente a una depreciación del colón en un horizonte de 12 meses con pocas variaciones a pesar de los cambios de contexto. Por ejemplo, las expectativas tomadas de la Encuesta de Expectativas de Inflación y Tipo de Cambio del BCCR muestran una perspectiva de depreciación del colón que en promedio fue de 4,3% en el primer semestre del 2024, mientras que la apreciación promedio esperada durante el 2023 fue de 5,2%, en un contexto en el que había más incertidumbre por la apreciación del colón que superó el 20%. Aunque no se tiene una causa cierta sobre por qué estas expectativas apuntan la mayor parte del tiempo en una misma dirección, es posible que su nivel esté acotado por la expectativa de que el BCCR mantendrá una intervención activa en el mercado cambiario y que esto podría contener eventuales depreciaciones del colón que se consideren muy fuertes.

Por otro lado, las expectativas provenientes del mercado de deuda difieren un poco, en el sentido de que éstas sugieren una depreciación del colón de 3,5% en promedio (2,2% en el 2023) para los próximos 12 meses. Esta diferencia refleja sobre todo una expectativa basada en diferenciales de tasas de interés que podrían ocurrir ante las decisiones de política monetaria locales y externas, lo cual guarda mayor consistencia con la teoría económica.

Otras encuestas revelan expectativas mixtas de variación cambiaria. La Encuesta de Confianza del Consumidor de la Escuela de Estadística de la UCR de mayo del 2024, indica que el porcentaje de entrevistados que espera un aumento en el tipo de cambio en los próximos 12 meses aumentó de 47,4% en mayo del 2023 a 49,5% en mayo del 2024. A pesar de esto, la apreciación del colón ha contribuido a que la expectativa de compra de casa y automóvil para los agentes económicos se haya tornado más favorable.

Debe recordarse que, en la práctica, los precios de estos bienes durables en Costa Rica se expresan principalmente en dólares y su conversión a colones en la actualidad supone un menor costo. Parte de esto se reflejó efectivamente en la reducción del índice de precios de automóviles dentro del Índice de Precios al Consumidor. De modo que, en la encuesta, el porcentaje de personas que estima es un buen momento para la compra de casa y automóvil aumentó a 25,8% y 21,4% respectivamente en mayo del 2024, en comparación con 20,7% y 17,4%, en ese mismo orden, en mayo del 2023. La expectativa de reducción en las tasas de interés supone un aliciente más para la compra de bienes durables ya que reduce el costo del financiamiento en colones principalmente.

Por su parte, la Encuesta de Expectativas Empresariales que realiza el Instituto de Investigación en Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica, indica que, al cuarto trimestre del 2023, el porcentaje de empresarios que estima que el tipo de cambio aumentará se redujo a 28,9% desde 34% en el mismo trimestre del año previo. Esta respuesta fue generalizada en todos los sectores económicos representados, en su mayoría mostraron una expectativa de que el tipo de cambio no tendrá cambios.

Otro resultado interesante de esta encuesta es que revela un alto porcentaje de empresarios que considera que la apreciación del colón no afectará su posición competitiva. En el caso de las empresas exportadoras, esta fue la respuesta del 48,8% de los empresarios, mientras que, en el caso de los no exportadores, el porcentaje asciende a 59,4%. En el país la discusión sobre el impacto de la apreciación del colón sigue abierta particularmente para el sector exportador, pero, este resultado hace pensar que, en su mayoría, los empresarios han tomado previsiones en este sentido (aunque en Costa Rica el mercado de coberturas cambiarias es limitado) y que comprenden que la competitividad no depende únicamente de la tendencia del tipo de cambio. La respuesta del sector no exportador pareciera alinearse con la reducción en los costos de producción que supone un tipo de cambio más bajo y que se ve reflejado en alguna medida en los índices de precios de producción de bienes e importación de materias primas.

Los excedentes de divisas en los últimos dos años han hecho que el BCCR aumente su participación en el mercado cambiario. Tal como lo ha manifestado el Banco Central, en términos generales su intervención en el mercado cambiario mayorista tiene tres motivos: 1) atender sus propias necesidades de divisas, 2) suplir los requerimientos del SPNB y, 3) evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio de manera discrecional (operaciones de estabilización). Además, el BCCR tiene dos motivaciones adicionales para intervenir y contener depreciaciones del colón de gran magnitud: 1) estabilidad del sistema financiero y 2) el control de precios (Cubero, R (2019))¹⁴.

En el primer caso, se justifica porque 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

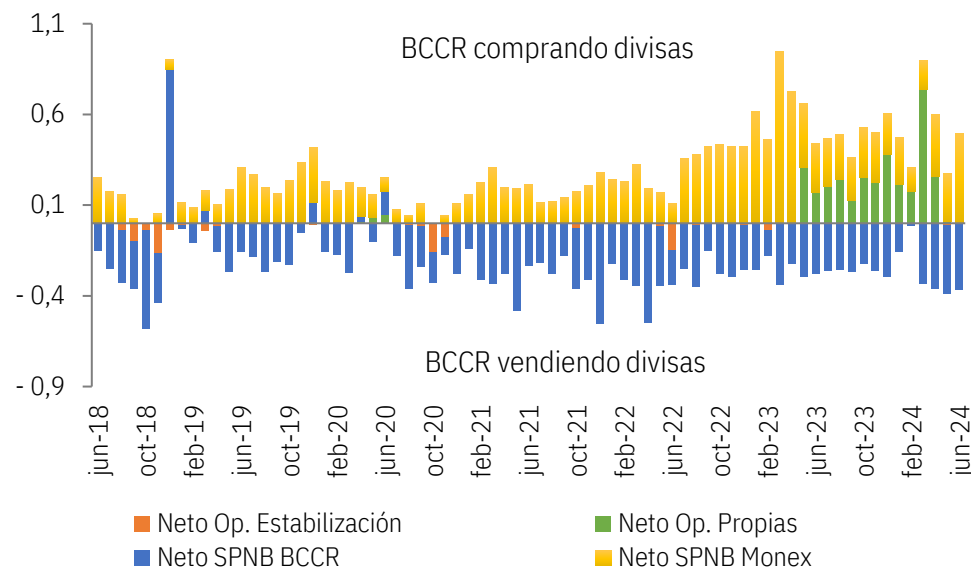
¹⁴ De acuerdo con Cubero, R (2019): "Costa Rica: Learning to Float", contenido en: M. Chamon, D.J Hofman, N.E. Magud y A.M. Werner (Eds.) Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America. International Monetary Fund. 2019, la regla de intervención tiene parámetros por volatilidad 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.

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.

Gráfico 10

Operaciones del BCCR en el mercado mayorista de divisas y requerimientos del SPNB

Millones de US\$



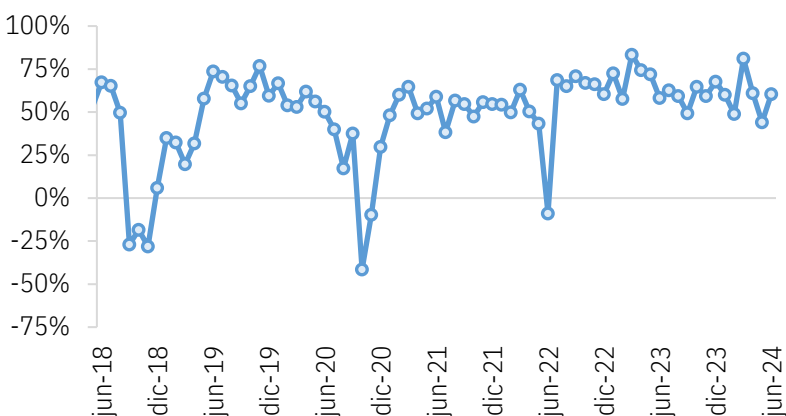
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

En lo que se refiere al control de precios, el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios internos, 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.

Sin embargo, entre el 2022 y 2024 las intervenciones se han dado sobre todo a través de compras para atender necesidades propias y de acumulación de reservas y para suplir las necesidades del SPNB a través de MONEX. En el 2024 el valor de la intervención del BCCR en el mercado mayorista con operaciones de compra para estos propósitos ha sido de entre un 60% y 81% del monto total negociado en el MONEX, relativamente más alta en comparación con los rangos del 2022 y 2023 (43%-60% y 49%-65% en ese mismo orden). En particular durante el 2023 reportó un aumento considerable de las operaciones por necesidades propias.

Gráfico 11

Participación del BCCR en proporción al monto negociado en MONEX
(en porcentaje)



Nota: los porcentajes negativos se refieren a una participación del BCCR vendiendo divisas.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Posición externa y balanza de pagos

La balanza de pagos muestra que las exportaciones siguen creciendo y, aunque lo hacen a menor ritmo, estas han sido particularmente dinámicas en el régimen especial. La cuenta de servicios siguió mostrando un superávit atribuido a la recepción de turismo y de servicios de apoyo empresarial para la economía local. Además, continúan ingresando flujos de divisas por inversión directa.

En los últimos cinco años los cambios en las condiciones económicas globales, la política monetaria, las brechas en tasas de interés y las diferencias en crecimiento económico, han inducido movimientos de capitales, algunos de los cuales llegaron a América Latina y fueron parte en la apreciación de algunas monedas. Las diferencias en la magnitud responden a condiciones específicas de cada país en relación con: profundidad de los mercados financieros, volúmenes de negociación en el mercado cambiario, importancia de sus monedas en los mercados internacionales, la existencia de derivados cambiarios y los mecanismos de intervención de los bancos centrales.

Durante el 2023 y lo que va del 2024, el colón se ha apreciado, pero también lo han hecho el peso colombiano y mexicano y el real de Brasil. Vistas estas tendencias de manera individual, podría inducir la idea de que hubo una pérdida de competitividad entre algunos países de la región. El índice de tipo de cambio efectivo real es un indicador de diferenciales en el poder de compra que ocasionalmente se utiliza como referencia de la competitividad de un país comparativamente con otros.

La interpretación práctica del indicador es que cuando el tipo de cambio real se deprecia por un aumento en el tipo de cambio, los bienes transables del país se vuelven más baratos comparativamente y esto hace que las exportaciones aumenten. Eso sí, no toma en cuenta otros 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.

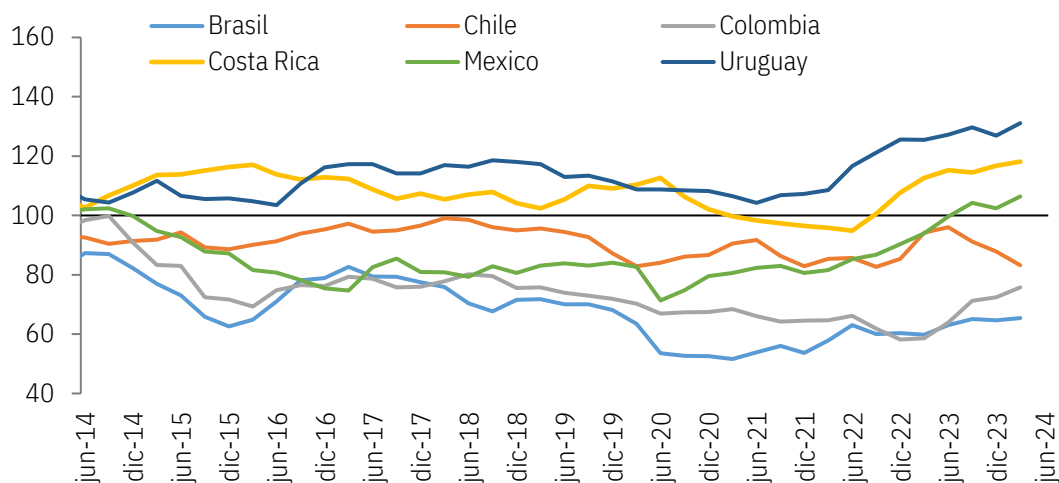
El Tipo de cambio efectivo real basado en paridad de poder de compra del Fondo Monetario Internacional (FMI), muestra que en general las principales economías de América Latina tuvieron una ganancia en competitividad durante el 2020 y 2021 lo cual fue más evidente en los casos de México, Brasil y Colombia. A excepción de Chile y Brasil, desde el 2022 hubo una corrección en el indicador que refleja la apreciación reciente de las monedas, pero sobre todo en Costa Rica, México y Uruguay. Esto amplió la brecha de competitividad entre los países de la región (gráfico 12).

La velocidad con la que los bancos centrales han empezado a retirar las restricciones monetarias influyó en alguna medida en las variaciones de tipo de cambio (Costa Rica y Colombia), pero también la capacidad de algunos de ellos para atraer inversión (México) o por causa de cambios en los flujos de divisas por turismo y comercio (Costa Rica, México y Chile). La composición de las exportaciones, dependencia del turismo, organización del mercado cambiario mayorista local, tasas de interés y aspectos políticos, son características que también pueden ayudar a explicar las diferencias en la tendencia del tipo de cambio.

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 por lo que las variaciones en los precios internacionales de materias primas inciden de manera distinta en los flujos y disponibilidad de divisas.

Gráfico 12

Índice de tipo de cambio efectivo real multilateral de países seleccionados de América Latina



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

De acuerdo con, los datos de la balanza de pagos del BCCR, la apreciación real del colón se debe en parte a flujos de divisas a través de la entrada de capitales y de inversión extranjera directa, así como por la prestación de servicios turístico. Además, los excedentes de divisas en las ventanillas bancarias en parte tienen origen en las exportaciones del régimen especial, particularmente en las industrias de implementos médicos y equipos tecnológicos y en la

moderación en los precios internacionales de las materias primas que redujo la demanda de divisas a nivel interno para propósitos de importación bienes y materia prima.

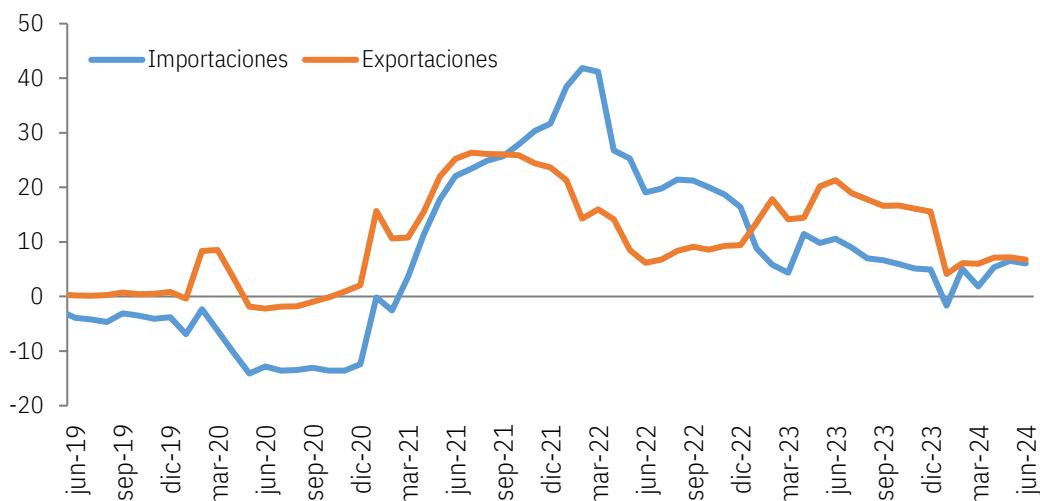
Precisamente, en la balanza comercial, las exportaciones acumuladas del primer semestre del 2024 aumentaron 6,7% con respecto al mismo período del 2023 (gráfico 13). Las exportaciones de bienes del régimen especial representaron el 65% del total y además tuvieron un crecimiento mayor en comparación con el régimen definitivo (9,4% y 2% respectivamente). Pese a esto, las exportaciones disminuyeron en su relación con el PIB (cuadro 6).

Las importaciones de bienes aumentaron 6,1% en el primer semestre del 2024, en particular en comercio y manufactura, lo que está vinculado con el crecimiento de la economía costarricense reflejado en un aumento de importaciones de materias primas y bienes de consumo del régimen definitivo (11,3%). También aumentaron las importaciones de hidrocarburos en parte por la mayor demanda del ICE para la producción eléctrica. Esto hizo que la balanza comercial de bienes fuera negativa en el primer semestre del año (2,5% del PIB).

La cuenta de servicios siguió mostrando un superávit atribuido al dinamismo que persiste en la recepción de turismo y de servicios de apoyo empresarial para la economía local. El superávit en esta cuenta aumentó un 11,8% según cifras preliminares del BCCR para alcanzar un 6% del PIB en el acumulado del semestre.

Gráfico 13

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



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Cuadro 6
Cambios en la balanza de pagos de Costa Rica
(en millones de dólares y porcentajes)

	Saldo acumulado		Relación al PIB		Variación %
	IS-2023	IS-2024	IS-2023	IS-2024	
Cuenta corriente	-444	-537	-0,5	-0,6	20,9
Bienes	-2122	-2356	-2,5	-2,5	11,0
Exportaciones	9441	9976	10,9	10,5	5,7
Importaciones	11562	12333	13,4	13,0	6,7
Servicios	5080	5679	5,6	6,0	11,8
Viajes	1823	2174	2,1	2,3	19,3
Ingreso primario	-3697	-4163	-4,3	-4,4	12,6
Ingreso secundario	295	304	0,3	0,3	3,1
Cuenta financiera	-3013	1084	-3,5	-1,1	-136,0
Sector público	-697	-314	-0,8	-0,3	-54,9
Sector privado	-2315	-769	-2,7	-0,8	-66,8
Pasivos de inversión directa	-2268	-2519	-2,6	-2,7	11,1
Activos de reserva	2580	558	3,0	0,6	-78,4

Nota: Cifras preliminares al primer semestre del 2024.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

En la cuenta de ingreso primario el mayor déficit se debe al pago de intereses de deuda externa y pagos relacionados con la retribución de inversión extranjera directa. En la cuenta financiera por su parte, la inversión directa siguió creciendo (11,1% en términos interanuales), principalmente dirigida a la manufactura y empresas de productos médicos y tecnología.

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 US\$1 600 millones entre el 2022 y el 2024, 2) el desembolso por parte del FMI por el Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad por US\$730 millones entre el 2023 y 2024 y 3) el préstamo por US\$1 100 millones que recibió el BCCR por parte del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en el último trimestre del 2022 y que posteriormente canceló en febrero del 2024.

También considera la colocación de deuda externa del Gobierno de Costa Rica por US\$3 000 millones en marzo y noviembre del 2023, los cuales forman parte de un total de US\$5 000 millones aprobados por la Asamblea Legislativa con el propósito de reestructurar la deuda.

Una mejora de la posición de inversión del país financiada adecuadamente con superávits en la cuenta corriente reduciría a futuro los requerimientos de divisas para cubrir el pago de los compromisos con el resto del mundo (pasivos). Esto tendría 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. Un buen desempeño de la economía costarricense en los próximos dos años apoyaría esta tesis.

En este sentido, el BCCR aumentó sus proyecciones de crecimiento para Costa Rica para el 2024 y 2025. En particular el crecimiento del 2024 tendrá sustento en una mayor demanda externa por productos agrícolas, manufacturados del régimen definitivo, pero principalmente de servicios (de información y comunicación, servicios relacionados con el ingreso de turistas y

empresariales). Entre las fuerzas que harán balance hacia la baja estaría la desaceleración de la demanda interna y de la inversión, en comparación con el 2023.

En el 2025, el crecimiento estará vinculado a una mayor demanda interna, originada en el aumento en el ingreso disponible y en el consumo de hogares. También estima un aumento en la formación bruta de capital (inversión) en ambos años. Pero, la aplicación de la regla fiscal seguirá limitando el crecimiento de la inversión pública, la cual se concentra en dar continuidad a los proyectos de infraestructura vial principalmente que ya estaban en marcha y que contaban con obras programadas para ambos años.

En la Balanza de Pagos esto se traducirá en un mayor intercambio comercial con respecto al 2023. De hecho, las importaciones será el único rubro que crecerá más que el 2023 y esto será como consecuencia del mayor dinamismo que tendrá el régimen definitivo (requerimiento de materia prima) y la demanda local (bienes de consumo). En consecuencia, el déficit de la balanza de bienes aumentará a 5,6% en el 2024 y 5,8% en el 2025 (5,2% en el 2023). En lo que se refiere a servicios, continuará ampliándose la brecha positiva hasta 7,8% de PIB en ambos años, favorecida por los servicios turísticos y de apoyo empresarial. El déficit de cuenta corriente será de 2% del PIB en ambos años.

La cuenta financiera seguirá ampliando su déficit reflejando el continuo ingreso de inversión extranjera directa (5,2% del PIB en ambos años) y los flujos de financiamiento externo para el sector público. El déficit ascendería a 8,4% del PIB en promedio en ambos años.

Ante este panorama el país ha acumulado Reservas Internacionales. A junio del 2024 el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) ascendió a US\$13 743 millones lo que equivale al 14,3% del Producto Interno Bruto (PIB) estimado para el 2024 (gráfico 20).

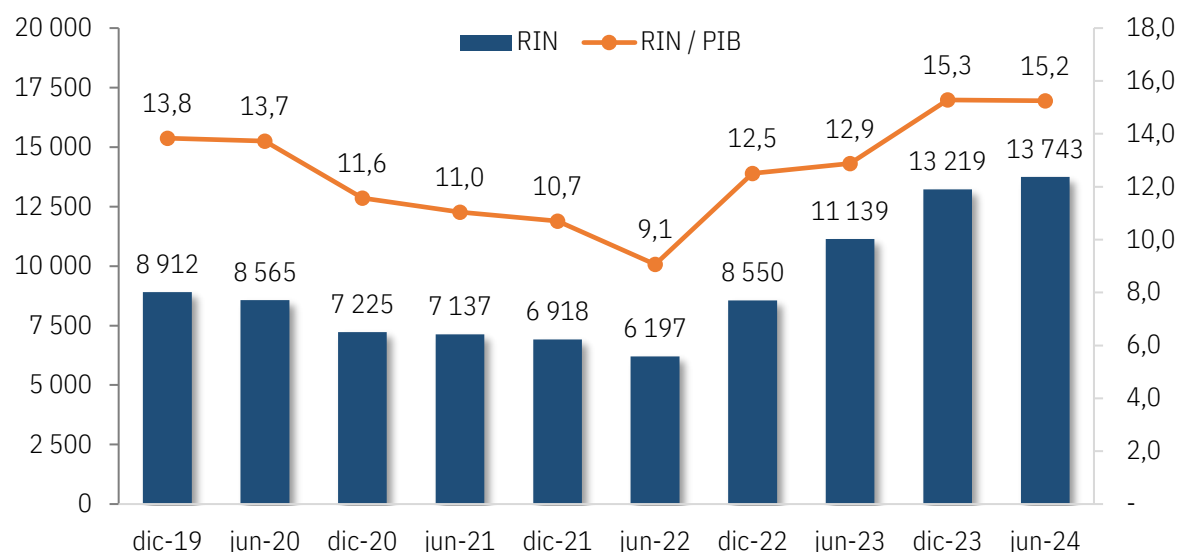
Este aumento de RIN le dio espacio al país para cancelar en marzo anterior el saldo de US\$825 millones del Crédito de Apoyo a la Balanza de Pagos que había suscrito el BCCR con el Fondo Latinoamericano de Reservas en febrero del 2022¹⁵ y que tenía como propósito reforzar la posición externa del país ante un eventual aumento en las presiones cambiarias que podía ocurrir en el contexto económico de ese momento.

Desde abril del 2023 el BCCR calcula 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 óptimo¹⁶. Actualmente las RIN representan el 139,6% de esa referencia (125% en mayo del 2023) y de acuerdo con las proyecciones del Banco Central en su Informe de Política Monetaria de julio del 2024, en el 2025 el indicador ascendería al 150%. De manera que, el nivel de reservas internacionales le permitiría al país enfrentar una eventual corrección en el tipo de cambio en caso de que esta se dé en una forma acelerada que obligue al BCCR a intervenir en el mercado para contener variaciones violentas o comportamientos especulativos no justificados en los indicadores económicos fundamentales.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

Gráfico 14
Reservas Internacionales Netas y relación RIN / PIB
(en millones de dólares y porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

En este sentido, Costa Rica no es el único país de la región que ha aumentado su nivel de reservas en el último año. Otros países de la región han aprovechado la abundancia de divisas para mejorar su posición internacional. Uruguay aumentó su nivel de reservas en una proporción similar a la de Costa Rica (22,6% entre junio del 2023 y junio del 2024), mientras que Brasil, Chile, Colombia y México las aumentaron en 4,1%, 11,6%, 5,3% y 5,9% respectivamente.

En el pasado Costa Rica ha tenido programas de acumulación de reservas internacionales en el 2010, 2012 y 2015¹⁷. En el 2010, el BCCR anunció el Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas por US\$600 millones que ejecutó entre septiembre del 2010 y diciembre del 2011 en un esquema de banda cambiaria. El programa establecía negociaciones por montos máximos mensuales de US\$50 millones y posteriormente modificado a US\$100 millones, acorde con los excedentes de divisas en el mercado en ese período. En el momento del anuncio del programa la relación de RIN/PIB era de 11,9% y terminó el año en 12,7%. El programa se completó en abril del 2011 en condiciones de excedentes de divisas, tipo de cambio en el límite inferior de la banda cambiaria, un premio por ahorro en colones ampliamente positivo y en un proceso de redefinición de la tasa de política monetaria como principal instrumento para control monetario (junio del 2011). Esto le permitió al BCCR aumentar su aporte de capital en el FLAR por un monto de US\$42,6 millones.

En el 2012, el BCCR anunció en su Programa Macroeconómico un programa de compra de reservas por US\$1500 millones a ejecutarse entre el 2012-2013. Como parte de la estrategia, en ese momento anunció que la determinación del monto y velocidad de compras dependía de los costos del programa, en el sentido de que cuanto más altos fuera el tipo de cambio y las tasas de interés, tanto más lentas serían las compras y viceversa. La estrategia anunciada era

¹⁷ En el 2010 según acuerdo tomado en el artículo 5 de la sesión de Junta Directiva 5471-2010. El programa del 2012-2013 fue aprobado mediante el artículo 7 de la sesión 5532-2012.

flexible porque permitía adquirir excedentes estacionales en el mercado cambiario. El programa empezó en un contexto de mayor disponibilidad de divisas y tendencia a la baja en el tipo de cambio muy cerca del límite inferior de la banda, además de pagos de vencimientos de deuda del Gobierno Central que superaron los US\$250 millones, pero, al mismo tiempo, colocaciones de deuda externa por US\$1 000 millones. Cuando empezó la relación RIN/PIB era de 11,6% (2011) y al término del 2012 fue de 15,1%. Pero también en un entorno de mayores tasas de interés y consolidación del corredor de tasas de interés en el mercado de liquidez, lo que implicaba un riesgo de que la monetización presionara las tasas de interés al alza.

En el 2014 el BCCR anunció en la revisión de su programa macroeconómico, un programa de acumulación de reservas por US\$250 millones, de los cuales US\$227 millones fueron ejecutados durante el 2014 y el restante en el 2015. El programa se lanzó previo a la adopción definitiva de un esquema de flotación administrada a inicios del 2015, en un contexto de tasas de interés, inflación y tipo de cambio al alza e intervenciones del BCCR en el mercado cambiario para atenuar variaciones violentas en el tipo de cambio sobre todo durante el primer semestre de ese año. Además, en ese momento se preveía una emisión de deuda del Gobierno por US\$1 000 millones que ayudaría a incrementar el nivel de reservas. En el momento de la adopción del programa, la relación RIN/PIB se proyectaba en 13,8% y en el 2015 fue de 14,9%.

Finalmente, en el 2016-2017 realizó otro programa de compra de reservas, anunciado en su programa macroeconómico del 2016-2017 por un total de US\$1 000 millones. El contexto de la implementación del programa era de una relación de RIN/PIB de 14,9%, inflación negativa con una actividad económica desacelerándose, tasas de interés disminuyendo en el contexto de un régimen de metas de inflación y cambiario flexible relativamente nuevo, mayor disponibilidad de divisas asociado con la mejora en los términos de intercambio y al ingreso neto de recursos externos para el sistema financiero.

Actualmente, la acumulación de reservas que tiene en marcha el BCCR no ha sido anunciada como un programa de compra de reservas propiamente en el que se establezca previamente el monto y los plazos del programa. Aunque se han descrito algunas diferencias en las circunstancias que enmarcaron los programas anteriores, el anuncio explícito de un programa de este tipo por parte del BCCR en las circunstancias actuales favorecería la formación de expectativas de los agentes económicos y podría reducir la incertidumbre y especulación que existe en relación con la transparencia en la intervención del BCCR en el mercado cambiario.

Retos de la política y evolución de los agregados monetarios

Cambios en la política monetaria y retos hacia futuro

Pese a la política contractiva, las condiciones de liquidez hasta el momento han sido muy holgadas y se han exacerbado con la intervención del BCCR en el mercado cambiario. Esto supone una contradicción entre la política monetaria y la política cambiaria que ha obligado al BCCR a intensificar la captación de los excedentes en el mercado de liquidez y de deuda.

Desde marzo del 2023 el BCCR empezó a revertir la política monetaria contractiva que adoptó desde finales del 2021. Esta política contractiva fue la respuesta de Costa Rica y otros bancos centrales a nivel global frente al incremento en la inflación en el 2021 que tuvo origen en tres

factores: el rezago de la expansión monetaria que durante el 2019 y 2020 permitió retomar la actividad económica después de la pandemia, por las distorsiones a nivel comercial y por el aumento en los precios internacionales de materias primas.

Durante la contracción en la política monetaria, entre noviembre del 2021 y febrero del 2023 la TPM subió en 825 puntos básicos hasta 9%. Al comparar este ajuste de Costa Rica con respecto a lo adoptado por otros países de América Latina, se encuentra que Costa Rica presentó un cambio menos gradual y más fuerte en términos relativos a la tasa de política promedio de los 10 años previos, lo que en principio pudo tener un impacto mayor en la demanda interna, tomando en cuenta que estudios para este país han determinado que el efecto traspaso de la política monetaria tarda aproximadamente 18 meses en completarse.

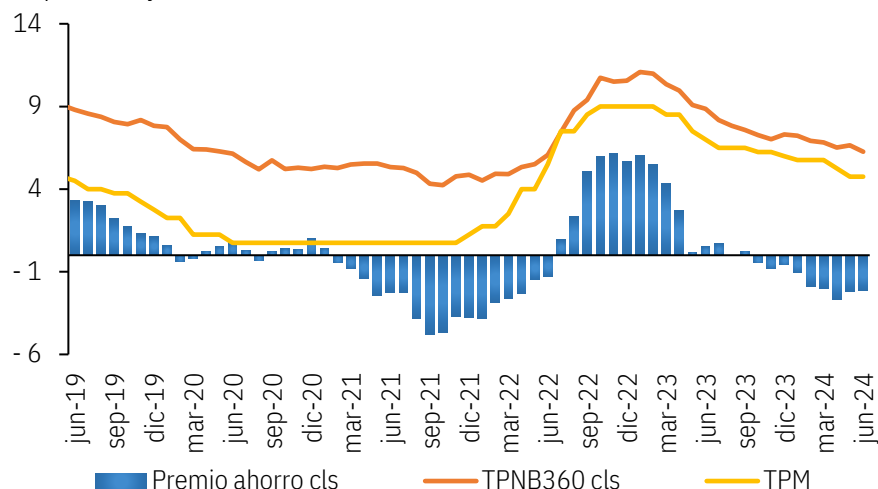
Comparativamente con Colombia y Chile, aunque estos países hicieron ajustes más fuertes en términos de puntos porcentuales en la tasa de política, ellos iniciaron el ciclo de ajuste mucho antes que Costa Rica. Llama la atención que el 94% del ajuste de la tasa de política en Costa Rica se dio en el 2022, en cambio, en Chile, Colombia y México, los aumentos de tasa de política en el 2022 representaron el 67%, 78% y 69% del ajuste total, respectivamente. Esto podría ser un indicio de que el cambio en la política monetaria en Costa Rica fue tardío. A consecuencia de esto, el premio por ahorro en colones aumentó rápidamente y fue cercano al 6% hacia finales del 2022 y principios del 2023, contribuyendo a la apreciación del colón.

Esta reacción de política en conjunto con la reversión en la tendencia de los precios internacionales de las materias primas se reflejó en un descenso rápido de la inflación en Costa Rica, lo que dio oportunidad al BCCR para iniciar un nuevo ciclo de reducciones en la TPM a partir de marzo del 2023, medida que además se ha tornado obligatoria porque la inflación ha bajado más de lo debido y se ha alejado de la meta de inflación.

Desde ese momento y hasta junio del 2024, el BCCR ha hecho rebajas en la TPM que suman 425 puntos básicos. Con esto, el premio por ahorro en colones ha vuelto a ser negativo, lo que ha provocado algunos cambios en los agregados monetarios (que se describen más adelante) y en la tendencia del tipo de cambio. Parte de esto es producto de la reducción en las tasas de interés pasivas del sistema financiero y otra parte por el aumento en las expectativas de devaluación del colón en un horizonte de 12 meses (gráfico 15).

Gráfico 15

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



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Ahora bien ¿qué tanto espacio tiene el BCCR para más ajustes en la TPM? En la respuesta a esta pregunta surgen algunas disyuntivas que retan las decisiones de política monetaria en el país y que, además, valga decir que no son únicas para Costa Rica.

De principio, la deflación no es un escenario favorable para la economía costarricense por lo que las prácticas en gestión de metas de inflación indican que la política monetaria en Costa Rica debe moverse hacia una menos contractiva. Precisamente, los países que tienen metas de inflación establecen sus metas en niveles o rangos positivos para gestionar la política monetaria de manera anticipada y alejarse de los riesgos de deflación.

La literatura económica plantea que la deflación prolongada puede tener un impacto negativo en la demanda, ya que induce a los agentes económicos a posponer el consumo y por tanto la actividad económica pierde dinamismo. Esto a su vez provoca un deterioro de los ingresos de los sectores empresariales que tiene a su vez dos consecuencias: 1) deteriora la capacidad de pago de las empresas y genera riesgos para la estabilidad financiera y 2) la reducción en los márgenes de ganancia de las empresas podría resultar en recortes de empleos. Finalmente, la deflación puede resultar en salarios reales más bajos en caso de que haya despidos, reducción de salarios nominales o solamente por la imposibilidad de acordar aumentos salariales.

En general, los comunicados y minutas de política monetaria de algunos países de América Latina dejan ver que, aunque existe consenso entre los miembros de las juntas directivas en cuanto a que las tasas de política monetaria deben bajar, aún existen discrepancias en cuanto a la magnitud y oportunidad de los ajustes. El factor común que se identifica en los informes y comunicados de política monetaria es la cautela y paciencia con la que estos bancos centrales están ejecutando su política por los retos que supone el actual entorno económico. Los comunicados del BCCR no han sido la excepción.

En este sentido, Costa Rica y otras economías pequeñas e integradas globalmente de la región tienen retos en la ejecución de su política monetaria en relación con lo siguiente:

- La política monetaria en las economías pequeñas está condicionada por los cambios en la política monetaria de las economías avanzadas.
- Las economías están mostrando señales de desaceleración.
- En el entorno aún persisten riesgos inflacionarios vinculados a los conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y eventos climáticos.
- Los diferenciales de tasas de interés pueden ocasionar una depreciación de la moneda, lo que podría significar un retroceso en la reducción de la inflación, particularmente por la sensibilidad que tienen algunos componentes del IPC a las variaciones cambiarias.
- Traspaso de la política monetaria lento y desigual.
- Comunicar adecuadamente los razonamientos de las decisiones de política y los riesgos.

Entonces, Costa Rica se enfrenta a la decisión de retirar la política monetaria contractiva para revertir la deflación en un escenario complejo, y aunque no es su principal objetivo, coadyuvar con esto en el desarrollo de condiciones para propiciar un mayor crecimiento económico.

Pese a la política contractiva, las condiciones de liquidez hasta el momento han sido muy holgadas y se han exacerbado con la intervención del BCCR en el mercado cambiario. Esto supone una contradicción entre la política monetaria y la política cambiaria que ha obligado al BCCR a adoptar medidas para captar estos excedentes en el mercado de liquidez y de deuda. La transición hacia una política monetaria expansiva podría intensificar la participación del BCCR en el mercado de liquidez y la emisión de Bonos de Estabilización Monetaria acrecentando el costo del retiro de excedentes de liquidez. Esta situación justificaría una menor intervención en el mercado cambiario.

Por otro lado, es de esperar que la reducción en las tasas de interés incentive la demanda de crédito y que esto permita reducir un poco los excedentes de liquidez. Aun así, los ajustes que ha realizado en la tasa de política monetaria no se reflejan completamente a las tasas activas del sistema financiero. Este traspaso incompleto, aunque es normal, evidencia en alguna medida la competitividad del sistema financiero cuya corrección no está en el control del BCCR. Por lo tanto, la calibración de los movimientos en la tasa de política monetaria debe tomar en cuenta este factor.

Además, el colón se ha apreciado principalmente por la entrada de flujos de inversión, turismo y exportaciones. Si las condiciones de la economía internacional y local persisten tal como se proyecta, no podría esperarse una corrección significativa del tipo de cambio por esta vía. De manera que la reversión en la apreciación del colón podría darse por efecto de diferenciales de tasas de interés. Esta posibilidad ha sido planteada por el BCCR y otros bancos centrales de la región en sus informes y comunicados como un riesgo para la inflación, sin embargo, en el caso de Costa Rica, a diferencia de otros países, una reversión ordenada en el tipo de cambio podría favorecer la convergencia de la inflación hacia la meta por la importancia que tiene el traspaso del tipo de cambio a los precios internos.

En este sentido dado que el país ahora cuenta con un nivel de reservas internacionales significativamente más alto, el BCCR está en una mejor posición para mitigar eventuales correcciones en el tipo de cambio, particularmente si estas se dan de una manera acelerada no congruentes con los indicadores económicos fundamentales o por tendencias especulativas.

En resumen, el reto en la gestión de la política monetaria en el contexto actual no es solamente para Costa Rica. Pero, para mejorar la efectividad de la política monetaria se debe subsanar la contradicción que existe entre la postura contractiva y la política cambiaria. Para esto es necesario limitar la intervención en el mercado de divisas y permitir una mayor flexibilidad cambiaria. Las tasas de interés deben continuar bajando al tiempo que se propicia una mayor interacción entre participantes en el mercado de liquidez y una menor participación del BCCR para mejorar la transmisión de la tasa de política monetaria y promover ajustes en la economía real. Dado que los flujos de divisas continuarán entrando al país por vía de turismo, inversión directa y exportaciones, gran parte del ajuste debe darse por diferencias de tasas de interés. En el evento de que esto provoque movimientos acelerados no congruentes con los indicadores económicos, el nivel de reservas que tiene actualmente el BCCR permitiría amortiguar el efecto.

Valoración general de la evolución de los agregados monetarios y la liquidez

La economía sigue teniendo condiciones de liquidez holgadas que se han exacerbado con la intervención del BCCR en el mercado cambiario. Las tasas de interés para financiamiento han transmitido parcialmente las reducciones en la tasa de política monetaria. Los diferenciales de tasas de interés y apreciación del colón propiciaron un aumento en la demanda de crédito en dólares.

Los agregados monetarios demuestran que el país continúa teniendo en el 2024 las condiciones de liquidez holgadas que lo han caracterizado en los últimos cinco años, por lo que el BCCR tiene una participación cada vez mayor en el mercado de liquidez (MIL).

Los excedentes de liquidez tanto en colones como en dólares ocurrieron pese a que Costa Rica sigue creciendo a buen ritmo, la inflación está por debajo de la meta y se tiene una expectativa de reducción en las tasas de interés. Aun así, la política monetaria contractiva mantuvo un premio por ahorro en colones y las tasas activas comparativamente más altas durante el 2023. Aunque estas se han reducido en los últimos 18 meses, esto pudo incidir en la posposición de las decisiones de crédito.

A junio del 2024 la liquidez en colones aumentó a una tasa promedio 7,9% en el primer semestre en comparación con 7,7% en igual período del 2023 mientras que la base monetaria lo hizo en un promedio 6,3% en ese mismo lapso (15,7% en IS-2023). En el caso de la liquidez en moneda extranjera, esta aumentó 6,1% en promedio durante el semestre (5,7% en el mismo lapso del 2023).

Debido a estos excedentes de liquidez el BCCR aumentó la captación de recursos a través de las subastas de contracción en el MIL, lo que disminuyó la negociación entre entidades distintas al BCCR en la operativa del MIL. Este mecanismo de control de liquidez ha sido utilizado con mayor intensidad también para monetizar la emisión que genera la intervención en el mercado cambiario y la acumulación de reservas. Esto lo ha complementado con un aumento en la captación de recursos a través de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM).

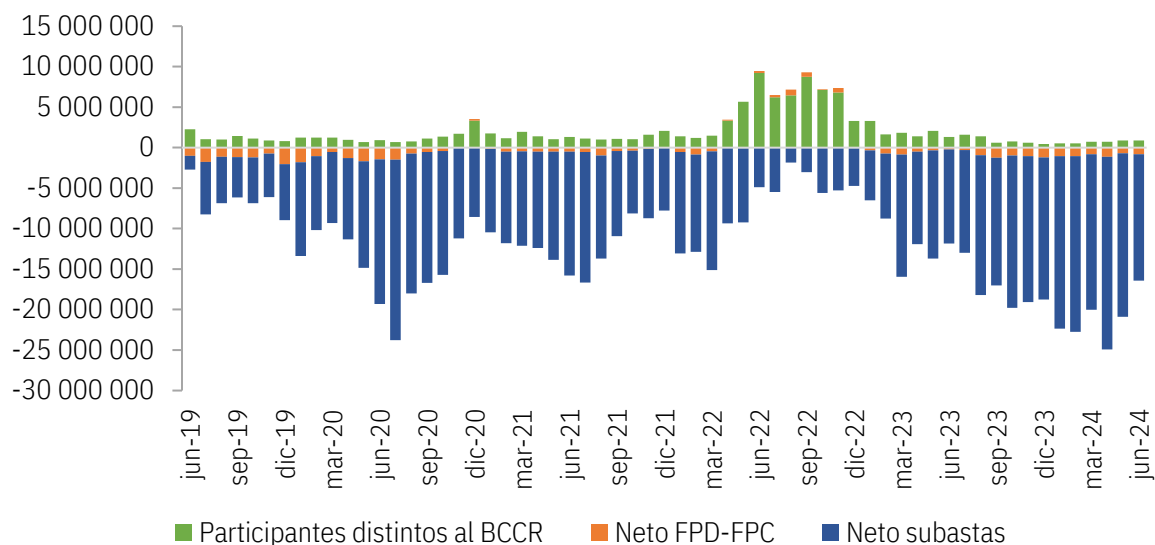
El valor acumulado de las subastas de contracción de liquidez en los primeros seis meses del 2024 fue de ₡132 billones lo que representó el 92% del total negociado en el MIL. Comparativamente, durante el primer semestre del 2023 el valor acumulado fue de ₡85 billones equivalente al 77% del total negociado en MIL (gráfico 16). En caso de la captación mediante la emisión de BEM, el saldo captado a junio del 2024 aumentó un 23,3% con respecto al saldo de diciembre del 2023. El aumento se dio principalmente en los BEM de renta fija en colones, los cuales representan actualmente el 94% de la deuda en bonos del BCCR.

Estas intervenciones tienen un costo para el BCCR que afectan su resultado financiero. Por ejemplo, las tasas de las emisiones de BEM que ha realizado en el 2024 han estado en el rango de 4,75% para emisiones menores a un año y 7,5% para el plazo de 2,5 años. En el MIL, la tasa pagada en las subastas de contracción es de 4,75% en promedio y en la facilidad permanente de depósito es de 4%. Este costo asociado con la gestión de la liquidez podría reducirse de tres maneras: 1) interviniendo menos en el mercado cambiario o bien limitar su participación a un programa de compra de reservas con montos y plazos definidos, 2) disminuyendo su participación en el MIL mediante subastas de contracción de liquidez y 3) reduciendo la tasa que paga por la facilidad permanente de depósito, es decir, ampliar el corredor de tasas de interés para incentivar la interacción entre las entidades financieras que participan en el MIL.

Gráfico 16

Valor de las negociaciones en el Mercado Integrado de Liquidez

(en millones de colones)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

El nuevo ciclo de expansión monetaria que inició en el primer trimestre del 2023 ha sido diferente en algunos aspectos a la política monetaria de expansiva que adoptó el BCCR entre el 2019 y el 2021 en el contexto de la pandemia de Covid-19¹⁸. En aquella ocasión, la tasa de política monetaria bajó hasta 0,75 puntos porcentuales y fue complementada con una reducción en el Encaje Mínimo Legal en colones (del 15% al 12%). Actualmente, aunque los cambios van en la misma dirección, las reducciones en la TPM están tomando más tiempo en reflejarse en las variables económicas relevantes y el encaje sigue en su nivel máximo desde julio del 2022.

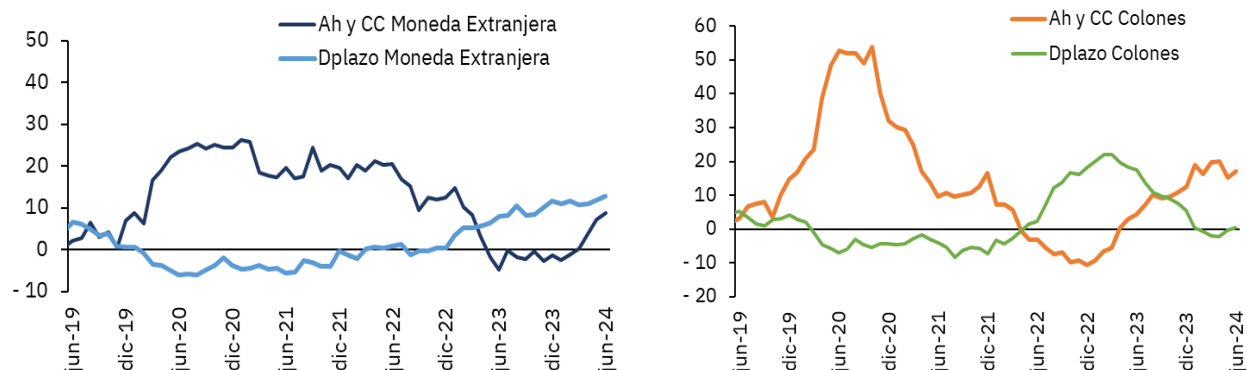
Las tasas de interés activas y pasivas negociadas en el sistema financiero han transmitido la política monetaria a diferente velocidad. En colones, las tasas pasivas, que son las tasas que pagan los intermediarios financieros por los ahorros en colones, disminuyeron con mayor rapidez en comparación con las tasas activas (crédito). Ejemplo de ello es que la tasa pasiva negociada en el plazo de 360 días en colones disminuyó entre junio del 2023 y junio del 2024 en 260 puntos básicos, mientras que la tasa activa negociada mostró cambios poco relevantes, manteniéndose cercano al promedio de los últimos 12 meses sin una tendencia clara. En el caso de las tasas en dólares, estas tampoco tuvieron reducciones de importancia pese a las expectativas de reducción en las tasas internacionales hacia finales del 2024.

Las diferencias entre las tasas pasivas de colones y dólares y las expectativas de variación de tasas en el corto plazo y en el tipo de cambio, propiciaron cambios en la composición de los depósitos similar en su tendencia con respecto a lo que sucedió en el 2019. Los saldos de los depósitos muestran que, aunque los depósitos en colones siguen aumentando (8,4% en junio del 2024 con respecto a junio del 2023), este aumento se concentró en los depósitos en cuenta corriente y de ahorro (17,1%). Por su parte, los depósitos en dólares aumentaron 10,5% en el total en ese mismo período (gráfico 17).

¹⁸ Entre el segundo trimestre del 2019 y hasta el 2021 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 inclusive y fue uno de los factores que hicieron que el tipo de cambio aumentara en ese lapso.

Gráfico 17

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.

La transmisión incompleta a las tasas activas pudo ser causada por tres situaciones: 1) los intermediarios financieros han sido cautelosos ante las diferencias en las decisiones de política monetaria locales e internacionales, 2) el nivel de competitividad del sistema financiero costarricense es insuficiente para canalizar con mayor rapidez la política monetaria y 3) reducciones aceleradas en las tasas de interés podrían generar un desequilibrio en la rentabilidad del sistema financiero.

Entre junio del 2023 y junio del 2024, las tasas de interés para crédito en la mayoría de las actividades económicas mostraron una reducción, sin embargo, ha sido muy heterogénea en su magnitud. Las reducciones más grandes se dieron en el crédito para la industria, actividades inmobiliarias y comercio (cuadro 7). En el caso de tarjetas de crédito, el costo de financiamiento promedio del sistema financiero (OSD) más bien aumentó y se encuentra cercano a la tasa máxima de ley. Además, el aumento en las tasas máximas de consumo y tarjetas indica que pese a la flexibilización de la política monetaria algunas instituciones financieras más bien están financiando a tasas más altas que el año anterior, situación que podría ser muestra de una valoración de mayor riesgo de los deudores en estas líneas de crédito.

Cuadro 7

Tasas de interés activas negociadas en el SFN por actividad económica en colones
(en porcentajes)

Actividad económica	OSD			Máximas			Cambios 2023-24	
	jun-22	jun-23	jun-24	jun-22	jun-23	jun-24	OSD	Máximas
Industria	4,6	8,2	6,4	14,4	25,2	24,0	-1,8	-1,2
Construcción	9,4	11,8	11,0	20,3	17,2	16,5	-0,7	-0,6
Actividades inmobiliarias	6,3	9,5	7,9	15,5	19,2	18,7	-1,6	-0,5
Comercio	7,0	9,1	7,5	13,9	18,4	14,1	-1,5	-4,3
Servicios y turismo	7,3	10,4	9,3	15,5	17,6	16,5	-1,1	-1,1
Tarjetas	26,0	27,3	29,8	33,5	32,0	38,0	2,5	6,0
Consumo	13,3	15,1	14,5	24,2	31,0	34,7	-0,6	3,7
Tasa máxima Ley 9859	33,4	38,2	39,0	33,4	38,2	39,0	0,8	0,8

Nota: OSD: otras sociedades de depósito incluyen bancos, cooperativas, mutuales y financieras. La ley 9859 Ley de la Promoción de la Competencia y Defensa Efectiva del Consumidor dispone límites máximos a las tasas de interés que pueden cobrar las entidades financieras por créditos nuevos a partir de junio del 2020.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Pese a las proyecciones de que Costa Rica seguirá creciendo en el 2024 y 2025, los bajos niveles de confianza de los consumidores y empresarios y la lenta reducción en las tasas de interés han limitado el crecimiento del crédito a tasas que promueven un mayor crecimiento económico. El crédito al sector privado (CSP) otorgado por el Sistema Financiero Nacional (SFN) creció a una tasa promedio anual de 7,3% en el primer semestre del 2024 (5,5% el año previo). En colones el crédito ha crecido a tasas relativamente constantes ligeramente por encima del promedio de 5% en los últimos 18 meses.

Dado que en Costa Rica la mayoría de los préstamos son a tasa variable, el incremento en las tasas de interés en los años anteriores pudo aumentar el nivel de endeudamiento de los agentes económicos en relación con su ingreso limitándoles la posibilidad de obtener nuevos créditos, sobre todo en colones. Actualmente, las tasas de interés activas no han bajado lo suficiente como para revertirlo.

En relación con el crédito en moneda extranjera, la apreciación del colón sobre todo durante el 2023 permitió que este creciera a tasas promedio anuales de 12,5% durante el primer semestre del 2024 (gráfico 18, Panel A). Al reducirse el tipo de cambio, el saldo y la cuota del crédito colonizados bajan y esto mejora nivel de endeudamiento y capacidad de pago de los deudores, en especial para quienes son clasificados como deudores no generadores de divisas o deudores expuestos a riesgo cambiario. De hecho, datos de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) hasta marzo del 2024 indican el financiamiento de vehículos para estos deudores aumentó 17,2% en el último año, lo que estaría asociado con el beneficio generado por la apreciación del colón en el costo de los vehículos.

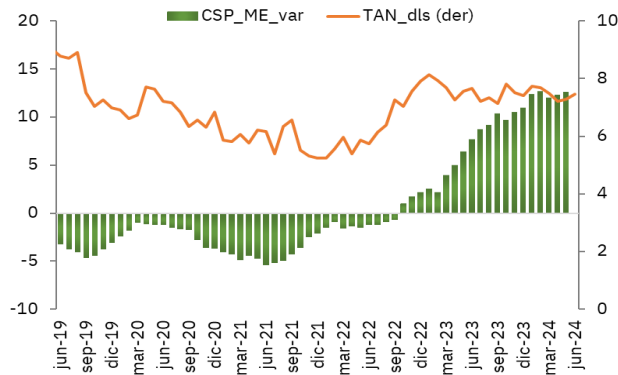
Gráfico 18

Crédito al sector privado del SFN

Panel A

Variación anual del CSP y tasa activa negociada en moneda extranjera

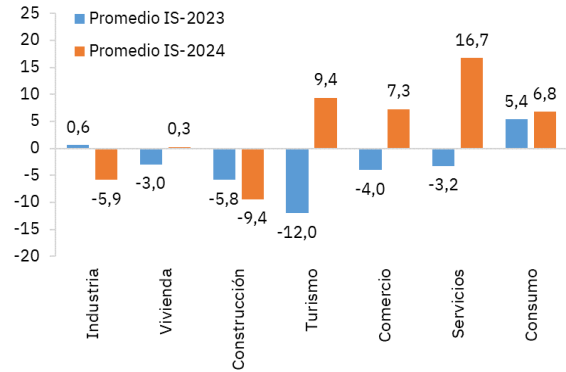
(en porcentajes)



Panel B

variación anual del CSP total colonizado por actividad económica

(en porcentajes)



Nota: CSP en moneda extranjera sin efecto cambiario.

Fuente: Elaboración propia, con datos del BCCR.

Por otro lado, los datos de SUGEF indican que en el último año disminuyó el saldo de las deudas de medianas empresas y de los préstamos de vivienda residencial de deudores expuestos a riesgo cambiario, en 3,8% y 30,7% respectivamente. En el agregado, el saldo de los créditos otorgados a deudores expuestos a riesgo cambiario disminuyó al 60,5% en relación con la cartera total en moneda extranjera (61,6% en marzo del 2023).

En la desagregación del crédito al sector privado total por actividad económica, destaca el crecimiento promedio que hubo en el financiamiento a las actividades de turismo, comercio y servicios, lo cual es congruente con el desempeño reciente de estas actividades en el IMAE (gráfico 18, Panel B). Asimismo, el crédito para consumo también aumentó a pesar de que las tasas de interés activas para esta actividad prácticamente no cambiaron en el último año.

Este comportamiento del crédito es congruente también con el gasto en consumo de los hogares en Costa Rica, el cual aumentó en el segundo trimestre del 2024 de 3,6% con respecto al año previo. Aunque es bueno, se ha desacelerado en los dos trimestres del 2024 tanto en consumo de bienes durables como de servicios. Esto podría tener alguna relación con la posposición de las decisiones de compra de bienes que suele ocurrir durante periodos largos de deflación.

También tiene congruencia con los resultados de la Encuesta de Confianza de Consumidor de la UCR. Ella concluyó que, aunque las valoraciones sobre las condiciones económicas actuales y las expectativas económicas a futuro venían mejorando tras haber superado la pandemia, en la última encuesta de mayo del 2024 la tendencia muestra indicios de estarse revirtiendo. En su vinculación con la demanda de crédito, esto tiene que ver también con la expectativa de la mayoría de las personas entrevistadas de que en el próximo año habrá pocos cambios en el ingreso familiar y en las tasas de interés que favorezcan la demanda de crédito.

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.
- BCCR. (2011). “Evolución del mercado cambiario y del tipo de cambio en el período enero 2007-abril 2011”. Banco Central de Costa Rica, San José, mayo del 2011.
- BCCR. (2012-2016). “Informe de Gestión de Reservas Monetarias Internacionales”. Banco Central de Costa Rica, San José, marzo del 2012 – mayo del 2016.
- BCCR. (2011). “Revisión del programa macroeconómico 2011-2012”. Banco Central de Costa Rica, San José, julio del 2011.
- BCCR. (2012-2016). “Programa macroeconómico”. Banco Central de Costa Rica, San José, enero del 2012 – junio del 2016.
- BCCR. (2021 – 2024). “Informe de Política Monetaria”. Banco Central de Costa Rica, San José, enero del 2021 - julio del 2024.
- BCCR. (2021 – 2024). “Informe Mensual de Coyuntura Económica”. División Económica y División Gestión de Información. Banco Central de Costa Rica, San José, enero del 2021 - junio del 2024.
- BCCR. (2021 – 2024). “Comentario sobre la economía nacional”. División Económica y División Gestión de Información. Banco Central de Costa Rica, San José, enero del 2021 - junio del 2024.
- BCCR. (2014). Índice de precios al productor de la manufactura. Nota metodológica. Banco Central de Costa Rica. 2014.
- 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.

- 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.
- García J. (2023). “Análisis monetario de la economía costarricense en el 2022 y primeros meses del 2023”. Programa Estado de la Nación, San José, agosto del 2023.
- INEC. (2024). “Informe: Índice de Precios al Consumidor Base diciembre del 2020, junio del 2024”. Año 36. Volumen 6. ISSN: 2215-6283. Instituto Nacional de Estadística y Censos, San José, junio del 2024.
- 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.
- UCR. (2023). “Informe de la Encuesta de Expectativas Empresariales del segundo trimestre del 2023”. Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas, Universidad de Costa Rica, San José, junio del 2023.
- UCR. (2024). “Informe de la Encuesta: La Confianza de los Consumidores”. Encuesta N.º 82. Escuela de Estadística, Universidad de Costa Rica, San José, mayo del 2023.
- World Bank. (2024). “Commodity Markets Outlook: April 2024”. International Bank for Reconstruction and Development / Banco Mundial, Washington D.C, abril del 2024.
- WTO. (2024). “Global Trade Outlook and Statistics: April 2024”. Organización Mundial del Comercio, Ginebra, abril del 2024.