

BC BANCO
CR CENTRAL DE
COSTA RICA

75
AÑOS



INFORME DE
POLÍTICA MONETARIA
ENERO 2025



Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 4 de la sesión 6235-2025 del 28 de enero del 2025.

Contenido

Abreviaturas	vi
El régimen de política monetaria del BCCR	2
Presentación	3
Resumen.....	6
Capítulo 1. Coyuntura económica.....	11
1.1 Economía internacional.....	11
1.2 Economía local.....	19
1.2.1 Inflación	19
1.2.2 Actividad económica, mercado laboral, balanza de pagos y finanzas públicas.....	30
1.2.3 Condiciones monetarias.....	44
Capítulo 2. Acciones de política del BCCR.....	48
2.1. Tasa de política monetaria	48
2.2 Gestión de la liquidez de la economía	56
2.3. Participación del BCCR en el mercado cambiario	58
Capítulo 3. Proyecciones y acciones de política.....	60
3.1 Proyecciones para la economía internacional	61
3.2 Proyecciones para la economía nacional	65
3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico	76
3.4. Acciones futuras de política monetaria y funcionamiento del mercado cambiario	77

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de inflación	12
Gráfico 2. Precio del petróleo WTI	13
Gráfico 3. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas	15
Gráfico 4. Mercados financieros internacionales.....	16
Gráfico 5. PIB trimestral de algunos países y regiones.....	17
Gráfico 6. Indicador de incertidumbre asociada a las políticas comerciales	18
Gráfico 7. Indicadores de inflación	19
Gráfico 8. Precios de materias primas y del productor de la manufactura	21
Gráfico 9. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana) y mercado.....	22
Gráfico 10. PIB trimestral en volumen variación total y por componentes del gasto (tendencia ciclo).....	30
Gráfico 11. PIB trimestral en volumen por actividades económicas al cuarto trimestre del 2024 (tendencia ciclo)	33
Gráfico 12. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios	36
Gráfico 13. Indicadores del mercado laboral.....	37
Gráfico 14. Ingreso real en la ocupación principal según calificación y sector institucional.....	39
Gráfico 15. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses.	42
Gráfico 16. Gobierno Central: saldo de deuda total.....	43
Gráfico 17. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central e Indicador de Bonos Emergentes (EMBI)	43
Gráfico 18. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME).....	45
Gráfico 19. Crédito del sistema financiero (total y por monedas), participación relativa de la moneda extranjera (ME), participación relativa del crédito en ME con exposición cambiaria (CEC) y tasa de mora amplia.....	46
Gráfico 20. Indicadores del MIL en colones	56
Gráfico 21. Subastas de ODL de contracción a más de 1 día.....	58
Gráfico 22. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex	58
Gráfico 23. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2025-2026.....	62
Gráfico 24. FMI: proyecciones de inflación 2025-2026.....	64
Gráfico 25. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica ..	69
Gráfico 26. Tasa de crecimiento del PIB según régimen de comercio y aporte de cada régimen.....	70
Gráfico 27. Proyección de inflación	75

Índice de cuadros

Cuadro 1. PIB en volumen según componentes del gasto y actividades económicas.	35
Cuadro 2. Balanza de pagos de Costa Rica.....	40
Cuadro 3. Organismos internacionales: proyecciones de crecimiento económico 2025-2026.....	63
Cuadro 4. Principales supuestos del entorno externo.....	65
Cuadro 5. PIB en volumen por componentes del gasto	67
Cuadro 6. PIB en volumen por actividad económica	69
Cuadro 7. Balanza de pagos de Costa Rica	71
Cuadro 8. Principales variables fiscales como proporción del PIB.....	73
Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas.....	76

Índice de recuadros

Recuadro 1. Elementos por considerar en la determinación de la meta de inflación.....	23
Recuadro 2. Transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas activas en Costa Rica, 2018 -2024.....	51

ABREVIATURAS

BCCR	Banco Central de Costa Rica
BEM	Bonos de estabilización monetaria
BM	Banco Mundial
Cocaví	Consejo Nacional de Vialidad
CSP	Crédito al sector privado
COVID-19	Enfermedad causada por el virus SARS CoV-2
EMBI	Indicador de bonos emergentes
ENOS	Fenómeno atmosférico El Niño oscilación sur
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
ICE	Instituto Costarricense de Electricidad
IPC	Índice de precios al consumidor
IPM	Informe de Política Monetaria
MIL	Mercado integrado de liquidez
Monex	Mercado de monedas extranjeras
OCDE	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos
PIB	Producto interno bruto
RIN	Reservas internacionales netas
SFN	Sistema financiero nacional
SPNB	Sector público no bancario
TPM	Tasa de política monetaria
UCR	Universidad de Costa Rica
USD	Dólares de los Estados Unidos de América

Informe de Política Monetaria

Enero 2025

“El Banco Central de Costa Rica, constituido en la forma dicha, será una institución autónoma de derecho público”.

Artículo 2, Ley Constitutiva del Banco Central de Costa Rica.

“El Banco Central de Costa Rica es una institución autónoma de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propios, que forma parte del Sistema Bancario Nacional”.

Artículo 1, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica N.º 7558.

BC
CR BANCO
CENTRAL DE
COSTA RICA

75
AÑOS

EL RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCCR

La política monetaria comprende el conjunto de acciones que toma un banco central para influir sobre la cantidad de dinero disponible en la economía y, por tanto, sobre las tasas de interés, con el fin de promover la estabilidad de los precios.

En el caso de Costa Rica, las disposiciones en materia de política monetaria se rigen por lo establecido en la Ley 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (BCCR). Específicamente, de acuerdo con su artículo 2, el Banco Central orienta sus acciones al logro de una inflación baja y estable como objetivo principal. En enero del 2018, el BCCR adoptó oficialmente el esquema de metas explícitas de inflación para la conducción de su política monetaria¹; sin embargo, desde años antes implementaba, de hecho, este esquema monetario.

Dicho marco se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del banco central de alcanzar un objetivo cuantitativo (por lo general con un rango de tolerancia alrededor de la meta) para la inflación en un determinado horizonte de tiempo, y se acompaña del reconocimiento de que su principal objetivo es mantener la inflación baja y estable. Además, manifiesta la importancia de la rendición de cuentas y la explicación de las motivaciones en la toma de decisiones de la autoridad monetaria, para el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

De acuerdo con lo anterior, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica definió la meta explícita de inflación en 3%, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual, en un horizonte de 24 meses.

Esto significa que la política monetaria del BCCR es prospectiva. Es decir, dado que las medidas de política monetaria requieren tiempo para transmitirse hacia otras variables económicas y tener el efecto esperado sobre la inflación, éstas se fundamentan en la evolución proyectada de la inflación y de sus determinantes. El principal instrumento para indicar el tono de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM), la cual se revisa de conformidad con un calendario aprobado por la Junta Directiva, que se hace de conocimiento público con antelación². Así, la TPM y la política monetaria en general se ajustarán de forma tal que la inflación proyectada se oriente a la meta de 3%.

Los análisis efectuados por el BCCR para tomar sus decisiones de política monetaria son informados a la sociedad por medio de comunicados y documentos analíticos. Entre ellos está el Informe de Política Monetaria el cual se publica cuatro veces al año, al término de enero, abril, julio y octubre. Este informe analiza la coyuntura macroeconómica, detalla las acciones de política monetaria aplicadas por el Banco Central y presenta las proyecciones de esta entidad para la inflación y la producción.

¹ Un mayor detalle del marco de política monetaria del BCCR se presenta en el capítulo 2 del [Informe de Política Monetaria de abril del 2020](#).

² A partir de marzo del 2024, el BCCR realiza una conferencia de prensa luego de cada decisión de política monetaria, cuyo objetivo es comunicar su decisión y las razones que la fundamentaron.

PRESENTACIÓN

En nombre de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR), presento el Informe de Política Monetaria (IPM) correspondiente a enero del 2025. Este documento hace explícito el análisis del BCCR sobre la coyuntura económica, nacional e internacional, revisa las proyecciones para un conjunto de variables macroeconómicas y detalla las acciones de política aplicadas y la orientación de las que ejecutaría para cumplir con los objetivos establecidos en su Ley Orgánica.

En el 2024, la inflación global mantuvo la tendencia a la baja; sin embargo, en el cuarto trimestre hubo leves aumentos en algunos países, debido al incremento en los precios de los servicios y a eventos climáticos adversos. Además, la producción mundial creció a un ritmo moderado, con diferencias entre las principales economías. Ante esta realidad, los bancos centrales mostraron cautela en sus decisiones de política monetaria.

En el ámbito local, los principales indicadores macroeconómicos presentaron un desempeño en el 2024 que se puede caracterizar por un relativo alto crecimiento económico, baja inflación, tendencia a mejorar de los indicadores laborales, fortalecimiento de las cuentas externas y la continuación de los esfuerzos por ubicar las finanzas públicas en la senda de la sostenibilidad.

La inflación general mostró un comportamiento al alza, aunque registró valores negativos interanuales, en buena parte del año, en tanto que la inflación subyacente presentó tasas positivas, pero bajas. Particularmente, al término del año, la inflación general se ubicó en 0,8% y la inflación subyacente en 0,9%, ambos por debajo del límite inferior del rango que contiene la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.). Prospectivamente, el Banco Central estima que la probabilidad de que la inflación interanual retorne a valores negativos es baja.

La actividad económica mantuvo una tasa de crecimiento superior al 4,0% en el año, impulsada principalmente por la demanda interna, en particular del consumo privado y la inversión. Su crecimiento se estima en 4,3% para el año, superior en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a lo previsto en el informe de octubre pasado y también mayor al promedio histórico registrado en el periodo 2010-2019 (3,8%), previo a la pandemia, y al crecimiento de la producción de los principales socios comerciales del país en el 2023 y el 2024 (estimado en 2,8% y 2,5%, respectivamente).

En forma coherente con el comportamiento de la actividad económica, los indicadores del mercado laboral mostraron una mejora en el 2024. La tasa de desempleo disminuyó a lo largo del año, si bien con altibajos, y se estabilizó en el trimestre finalizado en noviembre en 7,3%, esto acompañado de una mayor ocupación y participación de la fuerza de trabajo.

Con estos resultados, en la segunda mitad del año el empleo alcanzó el nivel observado a principios del 2020, previo a la pandemia, lo cual permite inferir que ha habido un incremento significativo en la productividad del trabajo. Es de esperar que esa mejora en la productividad incida favorablemente en la capacidad de crecimiento de la economía en el largo plazo y en el ingreso de los trabajadores.

El Gobierno Central generó superávits primarios en el año, lo cual apoya los esfuerzos por lograr la consolidación fiscal a mediano plazo y contribuyó a que la razón de su deuda con respecto al PIB se ubicara por debajo del 60% al término del 2024, según estimaciones del Ministerio de Hacienda.

Las operaciones del país con el resto del mundo generaron un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos equivalente a 1,4% del PIB. El país recibió financiamiento externo neto por un monto equivalente a 2,3% del PIB, suficiente para financiar ese déficit y acumular activos de reserva.

Por último, el crédito al sector privado creció acorde con la evolución de la actividad económica y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en los próximos 24 meses.

Dado el comportamiento de la inflación, así como el análisis de la trayectoria de los pronósticos de inflación, de sus determinantes macroeconómicos y de los riesgos que condicionarían su proyección, entre enero del 2024 e igual mes del presente año, la Junta Directiva del BCCR redujo el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por un acumulado de 200 p.b., que se unen a los 300 p.b. aplicados en el 2023. Estas decisiones permitieron ubicar a la TPM en la zona estimada de neutralidad de la política monetaria.

En este informe se proyecta un crecimiento promedio de la producción en el bienio 2025-2026 de 4,0%, tasa que, si bien significa una desaceleración con respecto al 2024, es relativamente alta en comparación con el promedio del crecimiento estimado para los socios comerciales (2,4% en el 2025). Al igual que en el 2024, la producción nacional sería impulsada principalmente por la demanda interna.

El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría, en promedio, en torno a 1,5% del PIB durante ese bienio. Al igual que en años previos, esta brecha sería más que cubierta con ahorro externo de largo plazo, particularmente con inversión directa.

El BCCR prevé que tanto la inflación general como la subyacente retornen en el tercer trimestre del 2025 al rango de tolerancia alrededor de la meta. Sin embargo, la valoración de riesgos sobre la trayectoria de esta variable en el horizonte de la programación está inclinada a la baja.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, el BCCR mantendrá una política monetaria prudente, basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes, así como de los riesgos, cuya materialización podrían desviar a la inflación de su trayectoria central.

En el mercado de divisas, participará para atender los requerimientos del sector público no bancario, lo mismo que para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio y, en la medida de lo posible, fortalecer aún más el blindaje financiero del país, de acuerdo con los criterios y parámetros establecidos por su Junta Directiva.

También continuará con sus esfuerzos por mejorar la comunicación con el público en general, y los mercados en particular, por medio, entre otros, de documentos como el que se presenta en esta ocasión.

Por último, en este año en que el BCCR celebra el 75 aniversario de su nacimiento a la vida jurídica, se invita a la ciudadanía a reflexionar sobre la importancia de que esta entidad goce de autonomía plena, garantizada constitucionalmente, tal como está planteado en el proyecto de ley 24.480 (*Adición de un Párrafo Final al Artículo 188 de la Constitución Política para Otorgar Autonomía Administrativa y de Gobierno al Banco Central de Costa Rica*), sometido a consideración de la Asamblea Legislativa.

En este sentido, es oportuno recordar las palabras del señor Juan Trejos Quirós, diputado de la Asamblea Constituyente de 1949, quien, en referencia a la futura existencia de un banco central, en ese momento resaltó la necesidad de "**el buen funcionamiento de ese organismo, pues, constituye la principal garantía económica que necesita el pueblo**"³.

Róger Madrigal López

Róger Madrigal L.

3

https://www.asamblea.go.cr/sd/actas_constituyentes/Actas%20Asamblea%20Nacional%20Constituyente%201949%20Tomo%20III.pdf

RESUMEN

Coyuntura económica

En el entorno internacional, durante el 2024 la inflación mantuvo la tendencia a la baja, debido a la reducción de los precios de las materias primas y a la política monetaria restrictiva. No obstante, en el último trimestre hubo leves aumentos en algunos países, asociados al incremento en los precios de los servicios y a eventos climáticos adversos.

En línea con lo anterior, los bancos centrales de la mayoría de las economías continuaron con el proceso de flexibilización de la política monetaria, aunque algunas pausaron el proceso y otras incluso lo reversaron debido a los repuntes en la inflación.

Bajo estas condiciones, la actividad económica de las principales economías creció a un ritmo moderado en el 2024. Particularmente, en el tercer trimestre del año el crecimiento económico en Estados Unidos fue de 2,7% y en la zona del euro mostró una mejora, pero continuó relativamente bajo (0,9%). Por su parte, en China la actividad económica se aceleró en el cuarto trimestre (5,4%), impulsada por las medidas de estímulo aplicadas a finales de setiembre para mejorar la confianza de los consumidores e inversores. Con base en lo anterior, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó que la economía mundial habría crecido 3,2% en el 2024 (3,3% en el 2023).

En Costa Rica, en el cuarto trimestre del 2024 la inflación general interanual fue de 0,0% en promedio, similar a la del trimestre previo, en tanto que la inflación subyacente se mantuvo en valores positivos, aunque bajos.

El retorno de la inflación general a valores en torno a 0,0%, luego de permanecer por varios meses con tasas negativas, se debió, mayormente, al menor ritmo de disminución de los precios externos, al incremento en los costos del transporte marítimo y a los efectos de la postura menos restrictiva de la política monetaria. Destacan de forma particular los efectos en la inflación de servicios.

Al término del año, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, se ubicó en 0,8% y la inflación subyacente en 0,9%. Estos niveles continúan por debajo del límite inferior del rango alrededor de la meta de inflación (3,0% \pm 1 p.p.).

La actividad económica mantuvo un buen desempeño en el cuarto trimestre, con una variación interanual de 4,3%, impulsada por la demanda interna. Con este resultado, se estima que en el 2024 el PIB habría crecido 4,3%, tasa superior en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado.

Ligado a la evolución de la actividad económica, la tasa de desempleo permaneció relativamente estable en los últimos meses del 2024 (7,3% en el trimestre finalizado en noviembre), en el que simultáneamente se observó una tendencia creciente en la ocupación y participación en el mercado laboral. Asimismo, el ingreso real moderó su ritmo de crecimiento y mostró heterogeneidad tanto por el tipo de empleador (sector público y privado) como por el nivel de calificación de los trabajadores.

En lo que respecta a las finanzas públicas, la generación de superávits primarios a lo largo del año contribuyó a que la razón de deuda del Gobierno Central a PIB se ubicara por

debajo del 60% al término del 2024, según estimaciones del Ministerio de Hacienda. Este desempeño apoya la senda hacia la consolidación fiscal a mediano plazo.

En las operaciones del país con el resto del mundo, en el cuarto trimestre del 2024 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 0,5% del PIB, con lo cual para el año se ubicó en 1,4% del PIB, inferior en 0,3 p.p. a lo previsto en el informe de octubre. En el año el país recibió financiamiento externo neto por un monto equivalente a 2,3% del PIB, suficiente para financiar el déficit de la cuenta corriente e incrementar los activos de reserva en el equivalente a 1,0% del PIB. Destacó la continuidad de los flujos de inversión directa (5,4% del PIB), canalizados principalmente hacia los regímenes especiales de comercio exterior.

Por último, el crédito al sector privado creció acorde con la evolución de la actividad económica y se estima que el comportamiento tendencial de los agregados monetarios no generará presiones inflacionarias en los próximos 24 meses.

Acciones de política del BCCR

En el 2024 la Junta Directiva del BCCR redujo la TPM en cinco ocasiones, por un acumulado de 200 puntos base (p.b.), como parte del proceso, gradual y ordenado, de flexibilización de su política monetaria, iniciado el 15 de marzo del 2023. Entre esta última fecha y octubre del 2024, la disminución acumulada de la TPM fue de 500 p.b., para ubicarla en 4,0% anual.

Específicamente, en la reunión del 19 de diciembre del 2024, la Junta Directiva, entre otras razones, consideró que, dada la incertidumbre en torno a la evolución de la inflación y sus determinantes macroeconómicos, era prudente hacer una pausa en el proceso de reducción de la TPM. Luego, el 23 de enero del 2025, manifestó que, debido a los rezagos en la transmisión de la política monetaria, era conveniente mantener el nivel de la TPM; esto con el fin de dar espacio para que las tasas de interés activas de algunas actividades terminen de incorporar las reducciones recientes en ese indicador.

Con las reducciones aplicadas a la TPM y dado el comportamiento de las expectativas inflacionarias, el Banco estima que este indicador se encuentra contenido en la zona de neutralidad de la política monetaria.

Las acciones de política monetaria consideran también las condiciones de liquidez de corto plazo. En el 2024 el sistema financiero nacional mantuvo una condición amplia de liquidez que, si bien continuó en enero del presente año, ha disminuido. Esto debido, en buena medida, a la cancelación de una parte significativa del crédito especial concedido por el BCCR a los intermediarios financieros para atender los efectos económicos adversos de la pandemia por el COVID-19.

Aunado a lo anterior, el comportamiento de la liquidez en el periodo en comentario fue explicado, mayormente, por el efecto monetario resultante de la compra neta de divisas del BCCR en el mercado cambiario, compras que se han dado en una situación de abundancia relativa de divisas.

La participación del BCCR como demandante neto en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) permitió atender los requerimientos del Sector Público no Bancario (SPNB) y aumentar en *USD* 952 millones el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) del BCCR en el 2024, hasta ubicarlo en *USD* 14.171 millones. Este saldo equivale a 14,9% del PIB y a 147% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva.

Pese a la activa participación del BCCR en el mercado cambiario, sus condiciones superavitarias propiciaron una apreciación nominal del colón de 2,4% en el 2024.

Proyecciones y acciones futuras de política monetaria

Los organismos financieros internacionales estiman que la economía mundial crecerá a tasas modestas y similares a las del 2024. Particularmente el Fondo Monetario Internacional considera que en el bienio 2025-2026, la economía mundial crecería 3,3%, superior en 0,1 p.p. al previsto para el 2024 y el 2025 en el IPM de octubre del 2024. Lo anterior en un contexto de inflación decreciente y de flexibilización monetaria gradual.

La economía nacional crecerá en promedio 4,0% durante el bienio 2025-2026, tasa que, si bien significa una desaceleración con respecto al 2024, es relativamente alta en comparación con el promedio del crecimiento estimado para los socios comerciales (2,4% en el 2025). La producción nacional sería impulsada principalmente por la demanda interna.

Se estima que tanto la inflación general como la subyacente retornarán en el tercer trimestre del 2025 al rango de tolerancia alrededor de la meta. Estas proyecciones incorporan una postura de política monetaria cuyo objetivo es que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR (3% \pm 1 p.p.).

En lo que respecta al déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, en el bienio se ubicaría en promedio en torno a 1,5% del PIB, similar al del año anterior. Al igual que en años previos, esta brecha de la cuenta corriente sería más que cubierta con ahorro externo de largo plazo, particularmente con inversión directa y permitiría que la razón de activos de reserva a PIB alcance un nivel promedio de 14,9% y el indicador de reservas un valor medio cercano a 150,0%.

Información preliminar proporcionada por el Ministerio de Hacienda indica que en el bienio en comentario se generarían superávits primarios coherentes con el proceso de consolidación fiscal. Los resultados primario y financiero, como proporción del PIB, se ubicarían en 1,5% y -3,1% en el 2025, en ese orden, y en 1,7% y -2,7% en el 2026 (1,3% y -3,5% en el 2024). Con ello, la razón de deuda de Gobierno Central a PIB continuaría por debajo de 60% (59,8% estimado por el Ministerio de Hacienda para el 2024).

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas presentada en este ejercicio incorpora la información disponible a enero del 2025, pero está sujeta a riesgos al alza o la baja que, de materializarse, podrían desviar la inflación del escenario macroeconómico incorporado en este informe.

De los riesgos a la baja destaca la permanencia de tasas de interés internacionales elevadas por más tiempo. Esta situación podría reducir el crecimiento de los principales socios comerciales del país y, por tanto, afectar negativamente la demanda externa del país, con el consecuente impacto a la baja en el crecimiento económico local y la inflación.

De los riesgos al alza sobresalen las posibles restricciones comerciales ante las tensiones entre los países del G7 y China, así como un escalamiento de los conflictos geopolíticos actuales. Esto generaría disrupciones adicionales en las cadenas de suministro y aumentaría la volatilidad de los precios de las materias primas, lo que presionaría al alza los costos de producción. Adicionalmente, condiciones climáticas extremas podrían no

solo propiciar choques de oferta, sino también generar mayores costos en las cadenas de suministro y, con ello, ampliar las presiones inflacionarias.

En este contexto, la Junta Directiva del BCCR reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, condición que favorece la estabilidad macroeconómica e incide positivamente en el crecimiento económico, en la generación de empleo y en el bienestar de la población. Por ello, mantiene la meta de inflación en $3\% \pm 1$ p.p.

Al igual que lo ha hecho hasta el momento, su política monetaria estará basada en un análisis prospectivo de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la identificación, en cada momento, de riesgos cuya materialización puedan desviar a la inflación de su trayectoria central.

Con base en este análisis hará los ajustes requeridos en la TPM para que, en el horizonte de la programación macroeconómica, la inflación retorne a valores cercanos a dicha meta. También con este propósito, gestionará la liquidez del sistema financiero para reducir los excesos monetarios y evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales.

En materia cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el BCCR participará en el mercado cambiario con el fin de atender los requerimientos propios y del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. En la medida que las condiciones del mercado cambiario lo permitan, procurará fortalecer aún más el blindaje financiero del país, de acuerdo con los parámetros y lineamientos definidos por su Junta Directiva.

Por último, la mejora en la comunicación con el público continuará como prioridad, en procura de facilitar un mejor entendimiento de la coyuntura macroeconómica y de los elementos que sustentan las decisiones del BCCR en materia monetaria, cambiaria y de temas relativos a la estabilidad y eficiencia del sistema financiero.

Capítulo 1

Coyuntura económica

“Si el sistema bancario se pone en manos de una institución autónoma, responsable, integrada por personas capacitadas y honestas, al margen completamente de los vaivenes de la política, al cabo de algunos años el sistema bancario nacional será tan fuerte y respetable, como lo es hoy el Banco de Seguros”.

Rodrigo Facio, Acta 130, p. 85 del Tomo III de las Actas de la Asamblea Nacional Constituyente.

BC
CR BANCO
CENTRAL DE
COSTA RICA

75
AÑOS

1948 - 2023

CAPÍTULO 1. COYUNTURA ECONÓMICA

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

En el entorno externo, la inflación mundial siguió a la baja, aunque en algunos países hubo leves aumentos durante el último trimestre del año, impulsados por los elevados precios de los servicios y por eventos climáticos adversos. Ello llevó a que las decisiones de flexibilización de la política monetaria, tanto en economías avanzadas como emergentes, denotaran prudencia.

La actividad económica de los principales países creció a un ritmo moderado durante ese mismo período; sin embargo, más recientemente, la posible implementación de políticas comerciales proteccionistas aumentó la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial, el proceso de desinflación y la relajación de la política monetaria.

En Costa Rica, la inflación general interanual fue de 0,8% al término del 2024 y de 0,0% en el cuarto trimestre del año (0,1% en el trimestre previo), en tanto que la inflación subyacente se mantuvo en valores positivos, aunque inferiores al 1,0%. Ambos indicadores continuaron por debajo del límite inferior del rango de tolerancia alrededor de la meta de inflación.

La producción nacional mostró una aceleración en el cuarto trimestre del 2024, con lo cual se estima que en el año el PIB habría crecido 4,3%, superior en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado.

El mercado laboral presentó un comportamiento consecuente con los resultados de la actividad económica, que se manifestó, entre otros, en una tasa de desempleo inferior al promedio histórico y tasas de ocupación y participación al alza.

En el cuarto trimestre del 2024, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 0,5% del PIB y ubicó la brecha anual en 1,4%, inferior en 0,3 p.p. del PIB con respecto a lo estimado.

El BCCR considera que el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios en el 2024 no generó presiones inflacionarias que excedan la meta de inflación en los próximos 24 meses.

1.1 Economía internacional

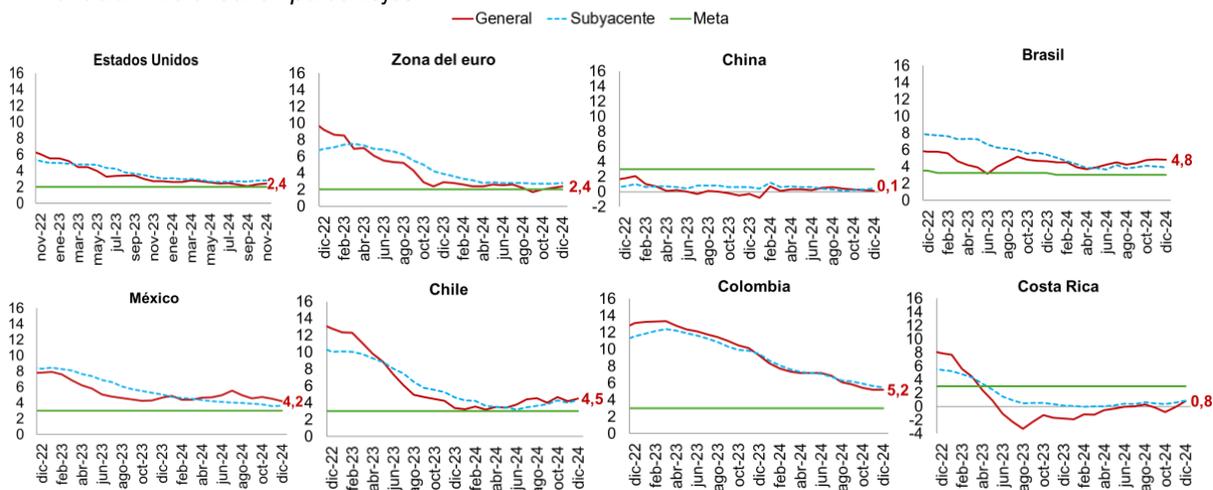
En el 2024, la inflación⁴ mundial continuó a la baja y reflejó en parte la caída de los precios de las materias primas y los efectos rezagados de la política monetaria restrictiva. Sin embargo, hacia finales del año el proceso desinflacionario perdió fuerza en algunos países y en otros incluso se revirtió (Gráfico 1).

⁴ Los datos incluidos en este apartado se refieren a la inflación interanual.

En Estados Unidos⁵, en noviembre la inflación general⁶ repuntó por segundo mes consecutivo, hasta ubicarse en 2,4% (2,3% en octubre), aunque la inflación subyacente se mantuvo en 2,8%. Este comportamiento estuvo impulsado por la rigidez a la baja en los precios de los servicios, los cuales han registrado tasas de variación altas en los últimos meses.

Gráfico 1. Indicadores de inflación

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero del 2025.

En la zona del euro la inflación general aumentó en diciembre, por tercer mes consecutivo, hasta 2,4% (2,2% en noviembre), el valor más elevado desde julio pasado (2,6%), pero el indicador subyacente (2,7%) no varió. Al igual que en Estados Unidos, el repunte de la inflación en la zona del euro fue consecuencia, principalmente, de los precios de los servicios, los cuales registraron en el mes en comentario una variación interanual de 4,0% y explicaron el 74% de la inflación interanual.

En las economías emergentes y en desarrollo, el comportamiento de la inflación fue diferenciado. Por ejemplo, en China los precios del consumidor se mantuvieron en niveles bajos y estables durante el 2024 y, en diciembre, la inflación general se ubicó en 0,1% (0,2% en noviembre), mientras que la subyacente fue de 0,4% (0,3% el mes anterior).

En algunos países latinoamericanos, la inflación general mostró incrementos a lo largo del año explicados, en algunos casos, por eventos climáticos adversos (inundaciones y sequías), que presionaron al alza los precios de los alimentos, mientras que en otros incidieron factores como aumentos en los precios de la energía⁷ y en los servicios (vivienda y otros). Particularmente, en diciembre la inflación general desaceleró en Brasil y México⁸, pero creció en Chile (a 4,5% desde 4,2% en el mes previo) y se mantuvo en Colombia.

⁵ En diciembre, de acuerdo con el índice de precios al consumidor de Estados Unidos, la inflación general aumentó a 2,9% (2,7% en noviembre), mientras que la subyacente bajó a 3,2% (3,3% en el mes previo).

⁶ Medida por el Índice de precios del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés).

⁷ En el caso de Chile, incidió en el aumento del precio de la energía la eliminación del congelamiento de las tarifas eléctricas aplicadas a finales del 2019, que se prologaron hasta mediados del 2024.

⁸ Para ubicarse en 4,8% y 4,2% respectivamente (4,9% y 4,6% en noviembre).

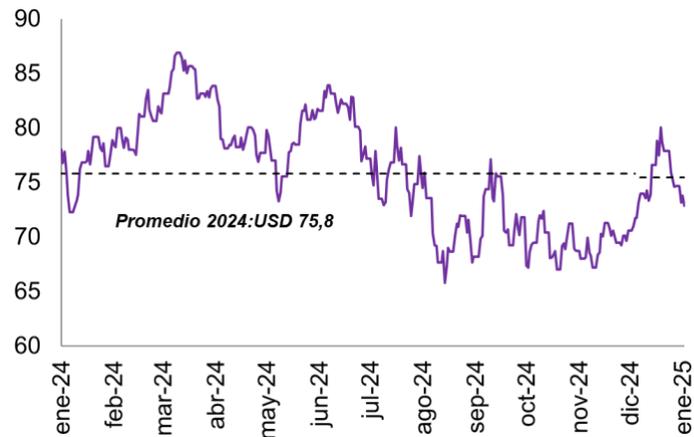
El precio del petróleo mostró una tendencia a la baja desde principios del segundo trimestre del 2024, explicada por las perspectivas de una menor demanda, en particular de China, hasta alcanzar un mínimo el pasado 10 de setiembre (*USD 65,7* por barril de WTI).

Luego de una relativa estabilidad, estos precios mostraron un comportamiento al alza a partir del 9 de diciembre, entre otros influidos por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) de postergar 3 meses más el inicio del incremento en la producción de petróleo de sus países miembros⁹, las políticas monetarias y fiscales implementadas por China para estimular la demanda, la disminución de las reservas comerciales de crudo en Estados Unidos¹⁰, las sanciones de Estados Unidos y Reino Unido a la industria petrolera rusa, así como las mejores perspectivas para la demanda mundial de petróleo en el 2025¹¹. Más recientemente, este comportamiento se revirtió y el precio mostró una tendencia a la baja, determinada entre otros factores, por: el incremento de las reservas comerciales de petróleo en Estados Unidos¹², la reanudación de las exportaciones en Libia y la posible imposición de aranceles a las importaciones de Canadá y México por parte de Estados Unidos¹³.

Al 29 de enero, la cotización promedio por barril del petróleo WTI fue de *USD 75,4* lo que significó un incremento de 8,3% con respecto al precio promedio de diciembre del 2024 (*USD 69,6*) (Gráfico 2).

Gráfico 2. Precio del petróleo WTI

USD por barril



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero de 2025.

⁹ Con esta decisión, el aumento gradual de la producción iniciaría en abril del 2025 y concluiría en octubre del 2026.

¹⁰ Debido al fuerte invierno en el hemisferio norte, que impulsó la demanda de combustible para calefacción.

¹¹ En enero del presente año, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) pronosticó una aceleración del consumo para el 2025 y revisó al alza su previsión de demanda para el último trimestre del 2024. La OPEP+ mantuvo su pronóstico sobre el aumento del consumo mundial de crudo en el 2025 (Oil Market Report - January 2025 y OPEC Monthly Market Report, 15 de enero del 2025).

¹² Según la Administración de Información de Energía, en la semana que finalizó al 24 de enero, estas reservas crecieron 3,5 millones de barriles (m.b.) y la expectativa estaba en aproximadamente 2,2 m.b.

¹³ Anunciada por el presidente de Estados Unidos en la Reunión Anual del Foro Económico Mundial, de enero 2025.

Los bancos centrales de la mayoría de las economías avanzadas continuaron con el proceso de relajación de la política monetaria. Un comportamiento similar se observó en las economías emergentes, aunque algunas pausaron el proceso y otras lo reversaron (Gráfico 3).

El Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos recortó su tasa de interés de referencia en 25 puntos base (p.b.) en sus reuniones de noviembre y diciembre del 2024, respectivamente, hasta ubicarla en un rango de [4,25% - 4,50%]¹⁴. Además, en la última de estas reuniones indicó que en el 2025 habría dos recortes en ese indicador, en lugar de los cuatro que había previsto en septiembre del año pasado. Esta decisión se sustentó en la fortaleza del mercado laboral, así como una inflación más alta de lo previsto y una revisión al alza en el crecimiento económico del 2025¹⁵. Particularmente, en su reunión del 29 de enero del 2025, la Reserva Federal mantuvo las tasas de interés de referencia en el rango indicado, como lo esperaba el mercado financiero¹⁶.

De igual forma, en su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo recortó su tipo de interés de referencia¹⁷ en 25 p.b. hasta situarlo en 3,0%; esa fue la tercera reducción consecutiva de este indicador durante el 2024.

Por el contrario, el Banco de Japón aumentó su tasa de interés oficial en marzo del 2024, de -0,1% a un rango de entre 0 y 0,1%, el primer incremento en muchos años¹⁸; en agosto de ese mismo año y en enero del 2025 incrementó nuevamente esa referencia hasta ubicarla en 0,50%.

En las economías emergentes, el Banco Popular de China redujo en el 2024 su tipo de interés de referencia (tasa preferente para créditos a 1 año) en dos oportunidades (10 p.b. en julio y 25 p.b. en octubre), con lo cual la ubicó en 3,1%. Estos recortes formaron parte de los esfuerzos de las autoridades de dicho país para impulsar la demanda de crédito, el crecimiento del consumo y la inversión y la actividad económica.

¹⁴ La disminución acumulada de este indicador entre setiembre del 2024, cuando inició los recortes, y diciembre de dicho año, fue de 100 p.b.

¹⁵ Minutas de la Reserva Federal, diciembre 2024.

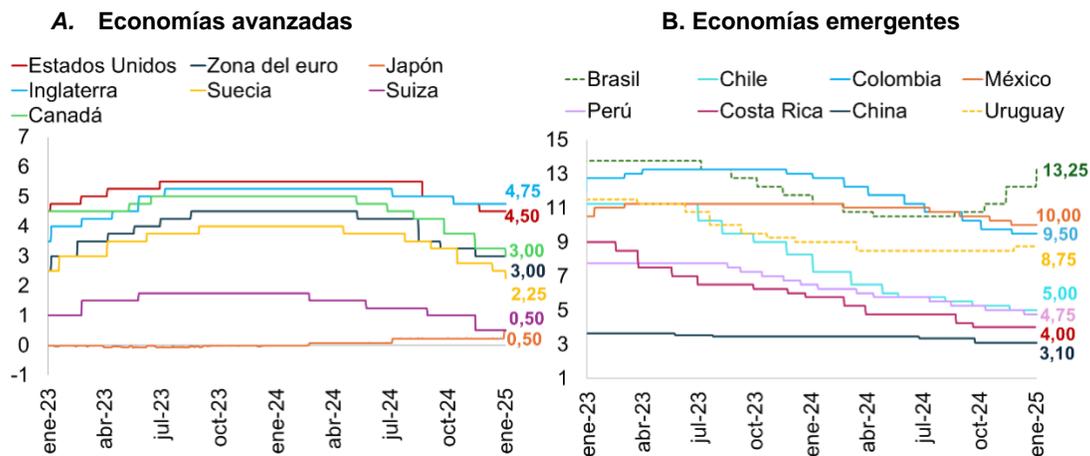
¹⁶ La decisión de la Reserva Federal fue unánime. En la nota de prensa del 29 de enero del 2025, señaló que la actividad económica crece a un ritmo sólido, las condiciones del mercado laboral son robustas y la inflación continúa algo elevada.

¹⁷ A partir del 18 de setiembre del 2024, el Banco Central Europeo utiliza la tasa de la facilidad de depósito como guía para orientar su política monetaria.

¹⁸ El Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en valores negativos por un periodo prolongado con el fin de estimular la economía, caracterizada por un bajo crecimiento y precios persistentemente a la baja. En marzo del 2024 aumentó la tasa de interés en respuesta a inflaciones superiores al objetivo de 2,0% y a previsiones de crecimiento económico al alza, ante la recuperación en la demanda interna.

Gráfico 3. Tasas de política monetaria en algunas economías seleccionadas

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero del 2025.

En varias de las principales economías latinoamericanas, el proceso de relajación de la política monetaria siguió, aunque en algunas la dirección de la política cambió. México, Chile, Colombia, Perú y Costa Rica continuaron con el recorte en sus tasas de política, con pausas temporales en el proceso de ajuste.

Brasil, por el contrario, aumentó su tasa de referencia a partir de setiembre del 2024, por un acumulado de 275 p.b., hasta ubicarla en 13,25%¹⁹. El Banco Central de Brasil atribuyó estos incrementos a varios factores, entre ellos el desanclaje de las expectativas de inflación, el aumento de las proyecciones de inflación, un crecimiento económico mayor al esperado y un incremento en la brecha del producto.

En igual sentido, el Banco Central de Uruguay aumentó en diciembre (por primera vez en el 2024) su tasa de interés de referencia en 25 p.b., hasta 8,75%, debido a la incertidumbre sobre el contexto internacional y su efecto sobre las expectativas inflacionarias.

Los mercados financieros internacionales mostraron un desempeño positivo en el 2024, aunque recientemente la tendencia alcista se revirtió. Desde mediados de año mostraron episodios de mayor volatilidad (Gráfico 4).

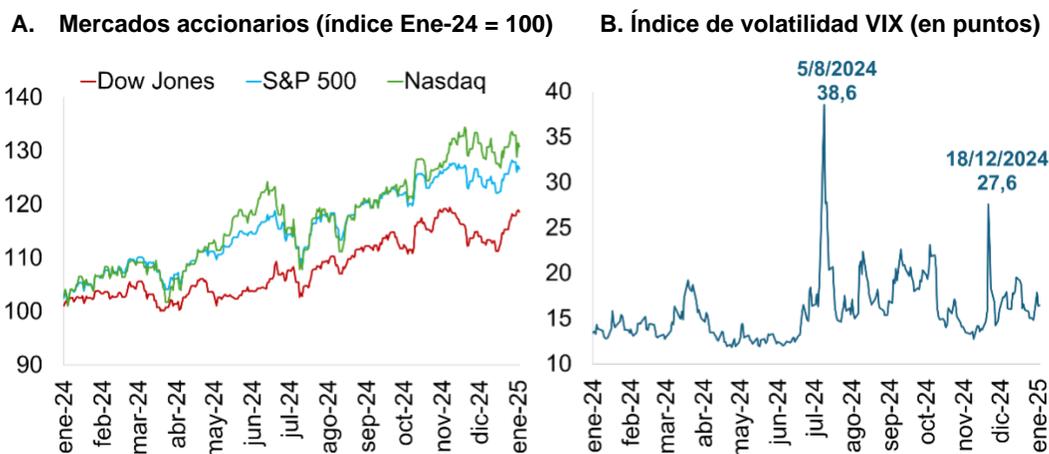
El comportamiento al alza se observó en la mayor parte del 2024, pero fue atenuado en varias ocasiones debido a hechos puntuales como la incertidumbre sobre la evolución de las acciones tecnológicas; el inesperado aumento en la tasa de interés de política monetaria en Japón, que afectó las operaciones de arbitraje de tasas, la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y las expectativas de un menor ritmo de reducción de la tasa de referencia del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.

En línea con la tendencia antes mencionada, los principales índices accionarios de Estados Unidos terminaron el 2024 con tasas de crecimiento similares a las registradas un año atrás: el Promedio Industrial Dow Jones aumentó 12,9%, el S&P 500 creció 23,3%

¹⁹ En el comunicado del 29 de enero del 2025, el Banco Central indicó que el escenario actual requería de una política monetaria más contractiva debido al desanclaje de las expectativas de inflación, el aumento de las proyecciones de inflación, la resiliencia de la actividad económica y las presiones sobre el mercado laboral. El incremento en la tasa de referencia fue de 100 p.b.

y el Nasdaq Composite 28,6%. En lo que transcurre de enero del presente año, los índices accionarios mostraron una recuperación

Gráfico 4. Mercados financieros internacionales



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Bloomberg al 29 de enero del 2025.

El desempeño positivo de los mercados financieros en la primera parte del 2024 se dio en un entorno de baja volatilidad, que se manifestó en el índice VIX²⁰. En el segundo semestre ese indicador aumentó e incluso sobrepasó, de forma temporal, los 30 puntos (nivel asociado a una alta volatilidad), como resultado del aumento en la tasa de referencia de Japón (el 5 de agosto) y las expectativas generadas por la decisión del Sistema de la Reserva Federal de reducir los ajustes en su tasa de referencia programados para el 2025 en comparación con lo proyectado en setiembre del 2024 (el 18 de diciembre).

La actividad económica de las principales economías mantuvo un ritmo de crecimiento moderado en el tercer trimestre del 2024, con lo cual el Fondo Monetario Internacional²¹ estima que la economía mundial habría crecido 3,2% en ese año, ligeramente por debajo del 2023 (3,3%) (Gráfico 5).

El crecimiento económico de Estados Unidos se moderó en el tercer trimestre del 2024, en relación con los dos trimestres previos, pero mantuvo un buen ritmo por la solidez del consumo privado²², la fortaleza del mercado laboral y la mejora en la confianza de los consumidores.

En la zona del euro, el crecimiento económico mostró una mejora en el tercer trimestre, pero continuó relativamente bajo. Esto como consecuencia, entre otros factores, del poco dinamismo de la industria manufacturera, la baja confianza empresarial y de los consumidores y la persistencia del efecto del mayor precio de la energía²³ sobre la actividad económica, elementos que contribuyeron al enfriamiento de las dos economías más grandes de la región (Alemania y Francia).

²⁰ Indicador que mide la volatilidad esperada en los mercados financieros en los próximos 30 días.

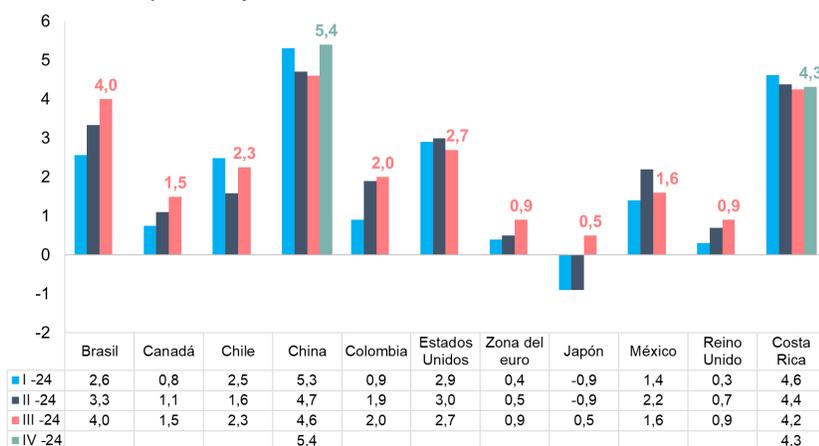
²¹ Perspectivas de la Economía Mundial, enero del 2025.

²² Este rubro representa más de dos tercios del producto interno bruto del país, [Bureau of Economic Analysis](#), 19 de diciembre del 2024.

²³ "Un ciclo concluye y otro empieza, en medio de una creciente disparidad". FMI, 17 de enero del 2025.

Gráfico 5. PIB trimestral de algunos países y regiones

Variación interanual en porcentaje



¹Para Costa Rica se utiliza la T (1,4) de la tendencia ciclo.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de bancos centrales, institutos de estadística y Bloomberg al 17 de enero del 2025.

La actividad económica en China aceleró en el cuarto trimestre del 2024, impulsada por las medidas de estímulo aplicadas a finales de setiembre para generar confianza en los consumidores e inversores y, de esta forma, tratar de alcanzar un crecimiento anual en torno al 5,0%²⁴. Seguidamente se presenta una síntesis de esas medidas.

Medidas de estímulo aplicadas por China en el 2024

Según su naturaleza, las acciones se clasificaron en macroeconómicas, del mercado inmobiliario y del mercado de capitales. De las primeras destacan: a) la reducción en la tasa de interés de distintos instrumentos financieros²⁵, b) la disminución del coeficiente de reserva obligatorio (la inyección de liquidez fue de aproximadamente 1 billón de yuanes) y c) el aumento de la cuota de endeudamiento (techo de deuda) de los gobiernos locales para emitir bonos especiales por 10 billones de yuanes.

Para fortalecer el mercado inmobiliario, se bajó la tasa de interés de las hipotecas existentes con el fin de reducir la diferencia con las tasas de interés en nuevas hipotecas (la brecha incentivó la cancelación anticipada de préstamos en los últimos 2 años) y se disminuyó el pago inicial para la compra de una segunda vivienda.

En cuanto al mercado de capitales, las medidas consistieron en: a) una línea “swap” (permuta) por 500.000 millones de yuanes, que permite a las firmas de valores, las empresas de gestión de fondos y las compañías de seguros ceder sus activos como garantía a cambio de financiamiento para adquirir activos de alta liquidez y b) una línea de refinanciación de 300.000 millones de yuanes para orientar a los bancos a respaldar las recompras y compras de acciones de las empresas que cotizan en bolsa.

²⁴ La economía de China aún en ese momento enfrentaba las consecuencias de las restricciones sanitarias aplicadas en el periodo 2020-2022 (caída en la demanda interna y externa y presiones deflacionarias), y de la prolongada crisis inmobiliaria.

²⁵ De la recompra inversa a 7 y 20 días, de la facilidad de préstamos para las instituciones financieras a un año plazo y de la tasa preferencial para préstamos a 1 y 5 años (referencia en los préstamos empresariales).

En las principales economías latinoamericanas, la producción se aceleró en el tercer trimestre del 2024, con excepción de México. Destacó el caso de Brasil, con un crecimiento de 4,0% en ese periodo, explicado por el mayor consumo de los hogares²⁶, impulsado a su vez por programas gubernamentales y mejoras del mercado laboral, así como el incremento de la inversión (mayor formación de bienes de capital).

Con estos resultados, el FMI estima que en el 2024 el producto interno bruto (PIB) de Estados Unidos, de la zona euro, de China y de Latinoamérica habría crecido 2,8%, 0,8%, 4,8% y 2,4% (3,7% en Brasil), respectivamente.

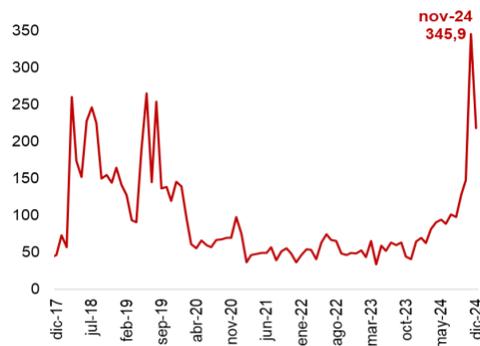
La incertidumbre aumentó por el posible impacto sobre el comercio mundial que tendrían eventuales medidas de la nueva administración de los Estados Unidos.

El gobierno estadounidense entrante anunció varias medidas relacionadas con la política comercial, fiscal y migratoria²⁷ de ese país. Adicionalmente, manifestó su interés de tomar decisiones en temas como la ampliación territorial²⁸, el cambio climático²⁹, el mercado de petróleo y gas³⁰, los conflictos bélicos y la inteligencia artificial³¹, entre otros.

En particular, la eventual imposición de aranceles llevó a un aumento significativo en la incertidumbre global sobre el comercio internacional, evidenciada en el índice Trade Policy Uncertainty Index (TPU), que en noviembre pasado alcanzó su nivel más alto desde los conflictos comerciales del 2018 (Gráfico 6).

Gráfico 6. Indicador de incertidumbre asociada a las políticas comerciales

En puntos



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> a enero 2025.

²⁶ Este rubro representa más de dos terceras partes del PIB de Brasil, según el Instituto de Geografía y Estadística.

²⁷ En materia comercial, las medidas estarían enfocadas en la imposición de aranceles y revisión de acuerdos comerciales. En particular, la nueva administración expresó su intención de imponer un gravamen a las importaciones provenientes de China (60%), Canadá y México (25%) y el resto del mundo (10%-20%). En cuanto al tema migratorio, el 20 de enero del 2025 se emitió un decreto para declarar el estado de emergencia en la frontera sur y dos días después se firmaron órdenes para desplegar al ejército en la frontera sur, realizar deportaciones masivas y realinear la admisión de refugiados hacia Estados Unidos.

²⁸ Recuperar el control sobre el Canal de Panamá y aumentar su expansión territorial mediante la compra de Groenlandia.

²⁹ El 20 de enero del 2025 se firmaron varios decretos, entre ellos: a) el retiro de Estados Unidos del Acuerdo de París (2015) y, b) la declaración de emergencia energética nacional y el aprovechamiento de Alaska como reservorio de energía.

³⁰ Búsqueda de nuevas zonas para la exploración de petróleo y gas.

³¹ El 23 de enero del 2025 se firmó una orden ejecutiva sobre inteligencia artificial orientada a impulsar el liderazgo mundial de Estados Unidos en esta actividad.

1.2 Economía local

1.2.1 Inflación

Al término del 2024, la inflación (interanual) general se ubicó en 0,8%; con ello, el promedio del cuarto trimestre fue de 0,0% (0,1% en el trimestre previo). Por su parte, la inflación subyacente³² se mantuvo en valores positivos durante el último trimestre de ese año, aunque inferiores al 1,0%. Ambos indicadores continuaron por debajo del límite inferior del rango definido alrededor de la meta de inflación.

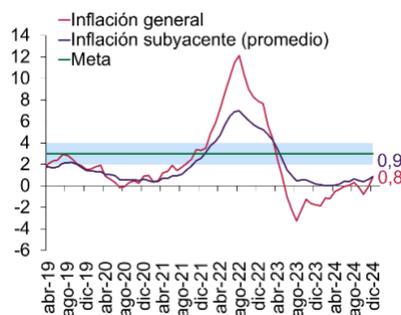
Durante el último trimestre del 2024, la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), mostró tasas disímiles que van desde -0,8% en octubre hasta 0,8% en diciembre (Gráfico 7.A), para un promedio de 0,0% (0,1% en el trimestre anterior). Por su parte, la inflación subyacente continuó en valores positivos y se ubicó al término del año en 0,9% (0,6% en promedio en el cuarto trimestre). Con estos resultados, la inflación continuó por debajo del límite inferior del rango alrededor de la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ p.p.).

Al igual que en el trimestre previo³³, en el cuarto trimestre del 2024 la contribución promedio del subíndice de precios de los servicios a la inflación interanual fue positiva (1,15 p.p. en promedio) mientras que la del subíndice de precios de bienes resultó negativa en igual magnitud³⁴, por lo cual la variación para el trimestre fue de 0,0%.

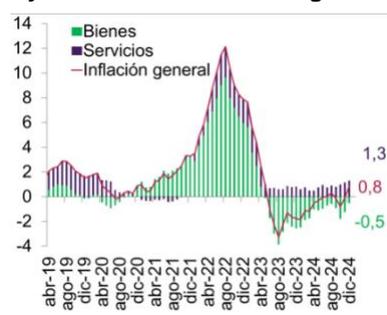
Gráfico 7. Indicadores de inflación

Variación interanual en porcentajes y puntos porcentuales

A. Inflación general y subyacente (porcentajes)



B. Contribución de la inflación de bienes y servicios a la inflación general (p.p.)



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

³² La inflación subyacente captura en mayor medida el efecto de factores internos de demanda sobre las cuales tiene efecto la política monetaria; esto es, aproxima de mejor forma el fenómeno inflacionario, entendido como cambio generalizado y sostenido en el nivel de precios ocasionado por fenómenos monetarios. Para mayor detalle, ver la nota técnica “Índices de inflación subyacente de Costa Rica (IIS2021)”.

³³ En el tercer trimestre del 2024 el resultado ligeramente positivo de la inflación general promedio (0,1%) fue determinado por la evolución del subíndice de precios de servicios que contribuyó con 0,8 p.p., lo que compensó el aporte negativo de 0,7 p.p. del subíndice de bienes.

³⁴ La ponderación de los bienes y servicios en la canasta del IPC es de 53% y 47%, respectivamente (base diciembre 2020). En el cuarto trimestre del 2024, las variaciones interanuales promedio fueron de -2,2% y 2,6% en el orden indicado.

Particularmente, en diciembre el resultado interanual positivo (0,8%) fue determinado por el subíndice de precios de servicios. Este subíndice aumentó 3,0% en términos interanuales (el de bienes disminuyó 1,0%³⁵) y, dada su ponderación relativa en la canasta del IPC, su contribución positiva más que compensó el aporte negativo de los bienes al resultado de la inflación interanual de ese mes (Gráfico 7.B).

En los servicios, los mayores aportes positivos provinieron de telefonía fija, electricidad y alquiler de vivienda, con 0,3 p.p. cada uno, paquetes turísticos al extranjero (0,2 p.p.) y boleto aéreo (0,1 p.p.), compensados parcialmente por servicios de telecomunicaciones en paquetes (-0,2 p.p.). En los bienes, destacaron las contribuciones negativas de combustibles (-0,6 p.p.), aceite (-0,2 p.p.), automóviles nuevos y carnes con -0,1 p.p. cada uno, lo anterior compensado en mayor medida por los bienes agrícolas (0,7 p.p.).

Al desagregar el IPC según sus componentes, regulado y no regulado, la variación interanual promedio del primero en el cuarto trimestre del 2024 fue de -2,7% y de 0,5% en el segundo (-1,2% y 0,3% en el trimestre previo, respectivamente). Dados sus respectivos pesos en la canasta del IPC³⁶, sus contribuciones al promedio de la inflación interanual del trimestre en análisis se compensaron.

Específicamente, al término del 2024 los bienes y servicios regulados alcanzaron una variación interanual de -2,3% en tanto que la de los no regulados fue de 1,4%; el aporte positivo de estos últimos más que compensó el negativo de los regulados. En los regulados, el principal aporte negativo provino de los combustibles (-0,6 p.p.) y el positivo de la electricidad (0,3 p.p.). En el componente no regulado destacaron, con aportes positivos, la papa (0,4 p.p.), telefonía móvil (0,3 p.p.), los paquetes turísticos al extranjero, el alquiler de vivienda y la papaya con 0,2 p.p. cada uno, y los boletos aéreos (0,1 p.p.), compensados parcialmente por servicios de telecomunicaciones en paquetes y aceite, con -0,2 p.p. cada uno y automóviles nuevos (-0,1 p.p.)

El retorno de la inflación general a valores en torno a 0,0%, a partir del segundo trimestre del 2024, se debió, mayormente, al menor ritmo de disminución de los precios externos, al incremento en los costos del transporte marítimo y a los efectos de la postura menos restrictiva de la política monetaria.

El menor ritmo de disminución de los precios externos se ha reflejado internamente en el índice de precios de materias primas importadas, el cual registró durante el 2024 una reducción promedio de 6,7%, inferior a la caída de 12,3% en el 2023 (Gráfico 8.A).

Sin embargo, es importante mencionar que, en el cuarto trimestre, el índice de materias primas importadas registró una disminución promedio interanual de 10,7%, superior a la caída de los dos trimestres previos (3,2% y 9,0% en el segundo y tercero, respectivamente), explicada por la disminución de 10,0% del precio del crudo WTI en el último trimestre del año (-7,3% en el trimestre previo). El impacto de dicha reducción sobre

³⁵ En los precios de los bienes la variación interanual fue de -3,3% en octubre, -2,3% en noviembre y -1,0% en diciembre del 2024. La menor tasa negativa en los dos últimos meses es el resultado, en buena medida, de un choque de oferta por incrementos significativos en el precio de algunos bienes agrícolas debido a condiciones climáticas adversas. En efecto, las frutas mostraron tasas de variación del 10%, 11,6% y 35% en el orden indicado, en tanto que el subgrupo de vegetales, tubérculos y leguminosas de -5,4%, 6,9% y 12 % en el mismo orden.

³⁶ La ponderación del componente regulado y no regulado en la canasta del IPC es de 14% y 86% respectivamente (base diciembre 2020).

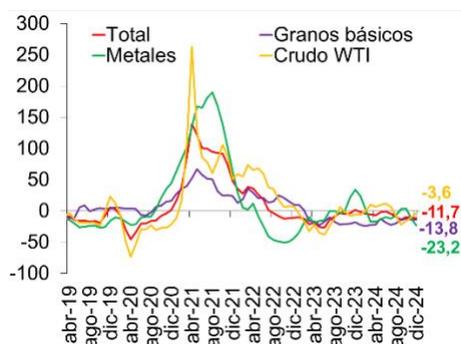
el índice fue compensado en parte por el menor decrecimiento en el precio de los granos básicos³⁷ y por el alto aumento en el precio mundial del transporte marítimo³⁸.

El menor ritmo de disminución de los precios externos y el aumento en el precio del transporte marítimo han influido en el Índice de Precios del Productor de la Manufactura (IPP-MAN), indicador que, si bien mantiene variaciones interanuales negativas desde abril del 2023, ha sido cada vez menos negativo. Particularmente, en el cuarto trimestre del 2024 su variación interanual promedio fue de -1,8% (-2,9% en el trimestre anterior)³⁹ (Gráfico 8.B).

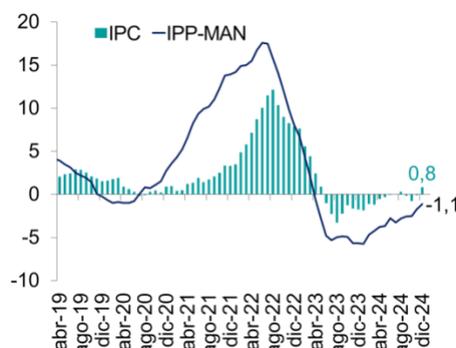
Gráfico 8. Precios de materias primas y del productor de la manufactura

Variación interanual, en porcentajes

A. Precio de materias primas importadas¹



B. IPP-MAN e IPC



¹Los granos básicos incluyen: trigo, maíz, soya y arroz. Los metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Elementos de índole interno también contribuyeron al retorno de la inflación a un valor en torno a cero en el cuarto trimestre. Entre ellos destacan la política monetaria menos restrictiva⁴⁰ aplicada a partir de marzo del 2023 y la menor apreciación de la moneda local en el 2024.

Las expectativas de inflación, tanto las obtenidas de la encuesta que realiza el BCCR como las estimadas a partir de la negociación de títulos públicos en el mercado financiero costarricense (expectativas de mercado), permanecen dentro del rango de tolerancia definido para la inflación; sin embargo, sus valores han tendido hacia el límite inferior de dicho rango.

³⁷ Los granos básicos en el cuarto trimestre cayeron 13,4% (-18,8% en el trimestre previo).

³⁸ Si bien la referencia del precio mundial de transporte de contenedores cayó 30,0%, en promedio, entre el tercer y cuarto trimestre del 2024 (de USD 5.071 a USD 3.561), el incremento fue muy significativo en relación con el precio medio del 2023 (USD 1.488), para un aumento de 139%. Este comportamiento respondió, entre otros, a las tensiones geopolíticas en el mar Rojo y a los efectos del cambio climático sobre esta actividad.

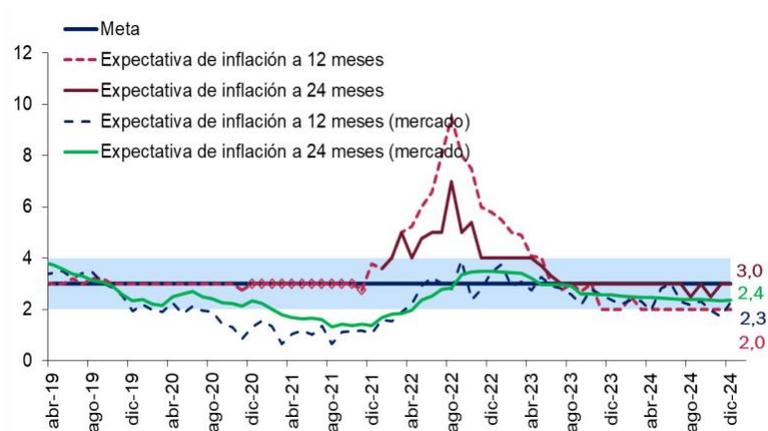
³⁹ Al desagregarlo por tipo de bien, el subíndice de precios de bienes de consumo final, que podría tener mayor impacto en el corto plazo sobre el IPC, mostró en el cuarto trimestre del 2024 una variación interanual promedio de 0,6% (-0,3% en promedio en el trimestre previo); en diciembre fue de 1,3%.

⁴⁰ Entre diciembre del 2021 y octubre del 2022 la TPM aumentó en 825 p.b., lo que propició una postura restrictiva de la política monetaria desde noviembre del 2022, que contribuyó a moderar las presiones de demanda agregada y facilitó la contención de los efectos inflacionarios de segunda ronda.

Al término del cuarto trimestre del 2024, la primera de estas mediciones ubicó la mediana de las expectativas de inflación a 12 y 24 meses en 2,0% y 3,0% respectivamente, mientras que las expectativas de mercado se situaron en 2,3% y 2,4% a esos plazos ⁴¹ (Gráfico 9).

Gráfico 9. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses según la encuesta del BCCR (mediana)¹ y mercado

Variación interanual, en porcentajes



¹Los datos corresponden a la inflación interanual esperada del mes t+12 al mes t+24, donde t es el mes de la consulta. En la serie de expectativas de inflación a 12 meses de la encuesta para el lapso diciembre del 2020- noviembre del 2021 (periodo de suspensión) se utiliza una inferencia obtenida mediante la técnica de series de tiempo funcionales. Ver: [Series de tiempo funcionales en el análisis de las encuestas de expectativas de inflación en Costa Rica](#). Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La permanencia de la inflación durante un periodo prolongado en valores por debajo del límite inferior puede generar cuestionamientos válidos sobre si es preciso reducir la meta inflacionaria. Sin embargo, como se expone en el Recuadro 1, la revisión de la meta de inflación no depende necesariamente del valor que haya registrado dicha variable en un determinado periodo, sino que es un proceso que realizan periódicamente algunos bancos centrales con regímenes de meta de inflación como parte de sus funciones. Esa revisión no siempre llevará a un cambio en la meta, pero es valiosa porque contribuye a la rendición de cuentas y a la participación de la sociedad en este importante tema.

⁴¹ Las expectativas de mercado sobre la inflación interanual a 36 y 60 meses se estabilizaron en torno a 2,3% durante el 2024.

Recuadro 1. Elementos por considerar en la determinación de la meta de inflación

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó oficialmente el esquema de meta explícita de inflación para la conducción de su política monetaria en enero del 2018 ⁴², aunque en la práctica dicho marco de política se aplicó de forma gradual, con reformas tangibles desde octubre del 2006.

Este esquema se caracteriza por el anuncio público sobre el compromiso del banco central de alcanzar un objetivo cuantitativo para la inflación en un determinado horizonte de tiempo y se acompaña del reconocimiento de que su principal objetivo es mantener la inflación baja y estable. Además, manifiesta la importancia de la rendición de cuentas y la explicación de las motivaciones en la toma de decisiones de la autoridad monetaria para el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

En el proceso de transición hacia este régimen, el BCCR tomó varias medidas⁴³ con las características citadas en el párrafo anterior. Entre ellas destacan: a) el compromiso con una meta numérica para la inflación en el mediano plazo, b) la adopción de un régimen cambiario más flexible, c) la definición de la Tasa de Política Monetaria (TPM) como el principal instrumento de la política monetaria, d) la creación de un mercado de liquidez en el que el precio de esta se vinculara con el nivel de la TPM, e) el fortalecimiento de los canales de comunicación y la transparencia con el público y f) la mejora de las herramientas para pronosticar la inflación, todo ello acompañado de una reforma administrativa y un reforzamiento del capital humano y sus capacidades con el fin de asumir las nuevas tareas que el cambio de régimen monetario (y cambiario) demandaban.

Este recuadro se enfoca en la primera de las medidas mencionadas; esto es, el compromiso con una meta numérica para la inflación. En particular, primero se discute la importancia de dicho compromiso y los aspectos teóricos que han de ser considerados al definir la meta. Posteriormente, se reseña el procedimiento seguido por el BCCR cuando fijó la meta de inflación vigente y se presenta información de algunos países que aplican este régimen de política monetaria.

Importancia del compromiso con un objetivo de inflación

Los primeros países en implementar un régimen de metas de inflación fueron Nueva Zelanda (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992) y Suecia (1993). Según King (2024), más que desarrollar una nueva teoría de la inflación, el interés de estos países al adoptar este esquema era crear instituciones (conjunto de reglas) que moldearan la forma en que se establecía la política monetaria en un mundo de creciente liberalización financiera y ausencia de controles cambiarios. En línea con ese propósito, en 1989 Nueva Zelanda incluyó en la Ley del Banco de Reserva (banco central) el objetivo de asegurar la estabilidad de precios, compromiso que fue asumido por otros bancos centrales que optaron por este marco de política monetaria en años posteriores.

Lo anterior muestra que, desde sus inicios, el enfoque de metas de inflación reconoció la importancia de que las acciones de política monetaria se orientaran a lograr la estabilidad de precios. Una inflación baja y estable contribuye a la eficiencia de los procesos productivos y al bienestar de la población debido a que reduce los efectos redistributivos adversos asociados

⁴² [Artículo 5 Sesión 5813-2018](#). Con la adopción de este esquema culminó el proceso de transición iniciado en el 2005, cuando la Junta Directiva aprobó el proyecto estratégico "Esquema de meta explícita de inflación para Costa Rica" (artículo 11, sesión 5229 del 5 de enero del 2005), cuyo objetivo era diseñar una estrategia orientada a preparar las condiciones para migrar a un régimen de metas de inflación.

⁴³ Un mayor detalle de estas medidas se presenta en el capítulo 3 del Informe de Inflación de diciembre del 2017.

a la inflación⁴⁴. Además, promueve la estabilidad de otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios), lo que permite que las decisiones de ahorro, inversión y consumo se adopten en condiciones de menores costos de coordinación y mayor certidumbre⁴⁵. Lo anterior favorece la asignación eficiente de los recursos productivos, con implicaciones positivas sobre el crecimiento económico, el bienestar y el empleo.

Si bien los bancos centrales podrían dirigir sus acciones de política al logro de la estabilidad de precios sin comunicar al público el valor de inflación que se desea alcanzar, en el enfoque de metas de inflación los bancos centrales hacen explícito su compromiso con el objetivo de lograr un nivel de inflación para el mediano plazo. Dicho anuncio contribuye a la transparencia en las acciones de la política monetaria e incrementa la credibilidad de los bancos centrales. Asimismo, permite orientar las expectativas de los agentes económicos y, por consiguiente, ayuda a consolidar la meta de inflación como el ancla de la economía para el proceso de formación de los precios.

¿Cómo definir la meta de inflación?

Al establecer una meta para la inflación, lo primero, y quizás más relevante, es definir qué es una inflación baja y estable. La estabilidad de precios, en su expresión más rigurosa, significa que el nivel de precios no varía; es decir, que la inflación es igual a cero. Sin embargo, la literatura señala que un objetivo inflacionario de cero no es óptimo.

En este sentido, Mishkin y Bernanke (1997) argumentan que existen razones por las cuales dicho objetivo debe ser mayor que cero. Una de esas razones es la tendencia que muestran las cifras de inflación oficiales (medidas con el Índice de precios al consumidor, IPC) a exagerar la verdadera inflación debido al sesgo de sustitución⁴⁶ en los índices de ponderación fija⁴⁷ y a la falta de contabilización adecuada del cambio de calidad en los artículos incluidos en la canasta de bienes y servicios sobre la cual se calcula la inflación. Asimismo, indican que, aunque se disponga de un indicador de inflación que corrija ese error de medición, se deben considerar los riesgos relativos a un objetivo inflacionario muy bajo. Uno de ellos es que habría una mayor probabilidad de que la economía caiga en una deflación; otro es que no permitiría ajustar los salarios reales para equilibrar el mercado laboral en caso de que los salarios nominales fueran rígidos a la baja.

Sobre este mismo tema, Jongrim Ha, M. Ayhan Kose y Franziska Ohnsorge (2019) plantearon que, si bien una inflación baja y estable tiene efectos positivos para la economía, en términos de producción, empleo y estabilidad financiera, una inflación extremadamente baja, como la que prevaleció en muchas economías avanzadas después de la crisis financiera del 2008, puede dificultar que los bancos centrales reduzcan lo suficiente las tasas de interés reales de corto plazo para brindar el estímulo necesario a la demanda, dado el valor cercano a cero de las tasas de interés nominales. Por lo tanto, puede limitar el margen de acción de la política monetaria convencional y llevar a los bancos centrales a utilizar medidas no convencionales⁴⁸, incluidas compras en gran escala de activos financieros, para reducir las tasas de interés a

⁴⁴ Particularmente, los grupos de ingresos bajos y fijos disponen de menos mecanismos para protegerse de la inflación y, además, destinan una proporción mayor de sus ingresos al consumo de bienes y servicios.

⁴⁵ Variaciones frecuentes en los precios dificultan la planeación a largo plazo de los hogares y empresas, en el tanto estos cambios afectan los costos de insumos, las tasas de interés, los salarios y el riesgo en los mercados financieros.

⁴⁶ Este sesgo se produce cuando un producto de la canasta usada en el cálculo de la inflación es reemplazado por otro que tiene diferentes especificaciones o calidad y no se realiza un ajuste adecuado a los precios por los cambios de calidad de los productos.

⁴⁷ Cabe señalar que, en Costa Rica, el IPC se calcula con base en un índice de Laspeyres tipo Lowe.

⁴⁸ Esas medidas podrían tener mayores costos para los bancos centrales y dificultan la comprensión por parte del público del mensaje que desean enviar esos entes (en comparación con las modificaciones en el nivel de la tasa de interés de referencia).

largo plazo. Esas dificultades para implementar una política monetaria expansiva, a su vez, aumentan el riesgo de caer en un período de deflación que se retroalimenta a sí mismo y eleva la carga de la deuda y deprime aún más la actividad económica⁴⁹. Además, coinciden en que una inflación extremadamente baja también puede obstaculizar el ajuste de los salarios reales absolutos y relativos, debido a la rigidez general a la baja de los salarios nominales.

Dados los argumentos anteriores, la pregunta es ¿cuál es la tasa de inflación óptima? Según los últimos autores citados, los modelos teóricos ofrecen una amplia gama de tasas de inflación óptimas, negativas y positivas, de conformidad con los supuestos que se utilicen. Los que recomiendan metas de inflación iguales o inferiores a cero suelen suponer flexibilidad de precios perfecta, mientras que los que suponen precios rígidos sugieren una tasa de inflación óptima de cero. Por su parte, en modelos que incorporan una mayor variedad de rigideces y restricciones adicionales, como salarios rígidos, un límite inferior de cero para las tasas de interés nominales y fricciones financieras e indexación de precios, la tasa de inflación óptima es positiva.

Al igual que ocurre con los modelos teóricos, la literatura empírica sugiere que las tasas de inflación óptimas se encuentran en un amplio rango. La inflación “demasiado alta” y la deflación se asocian con pérdidas de producción, mientras que una “demasiado baja” conlleva el riesgo de caer en deflación y eventualmente en una recesión. La referencia para considerar que la inflación es “demasiado alta” varía ampliamente según las características del país, mientras que el valor mínimo para juzgar que es “demasiado baja” depende de la magnitud y la frecuencia de los choques adversos, la flexibilidad de la política fiscal y la eficacia de la transmisión de la política monetaria.

Jongrim et al. (2018) indicaron que, en vista de los riesgos antes mencionados, algunos economistas⁵⁰ recomendaron elevar las metas de inflación de los bancos centrales al 4%, el doble de la meta media de los bancos centrales de economías avanzadas que aplican metas de inflación, pero otros⁵¹ se mostraron en desacuerdo con esa recomendación. Particularmente, para el caso de Estados Unidos de América, Mishkin (2018) planteó, una vez evaluadas las razones a favor y en contra de elevar la meta de inflación, que era preferible mantenerla en 2%. Entre otros argumentos, señaló que uno de los éxitos de los bancos centrales en los últimos años fue el anclaje de las expectativas de inflación en torno al 2%, por lo cual, si el objetivo inflacionario aumentara a 4%, se pondría en peligro el éxito conseguido de establecer un ancla nominal fuerte.

Por el contrario, Summers (2018), en referencia al caso específico de Estados Unidos, argumentó que, si bien a mediados de los noventa, cuando el Sistema de la Reserva Federal fijó la meta inflacionaria en 2%, dicho objetivo podría haber sido apropiado, en el 2018 posiblemente ya no lo fuera. Esto por cuanto con ese valor se buscaba equilibrar los costos de la inflación con los beneficios de evitar la deflación; sin embargo, había razones para creer que los riesgos de deflación habían aumentado, por lo cual consideraba conveniente aumentar la meta. De igual modo, Wessel (2018) sugirió que el objetivo del 2% ya no era adecuado porque la tasa de interés real neutral⁵² era en ese momento más baja de lo que solía ser, lo

⁴⁹ Un ejemplo de lo anterior es la deflación prolongada que enfrentó Japón a partir de la segunda mitad de los noventa.

⁵⁰ Blanchard, Dell’Arricia y Mauro (2010), Ball (2014), Krugman (2014), Kiley y Roberts (2017) y Andrade et al. (2018).

⁵¹ Coibon y Gorodnichenko (2012), Coibon, Gorodnichenko y Wieland (2012), Mishkin (2018) Dorich et al. (2018), Schmitt-Grohe y Uribe (2010).

⁵² La tasa de interés real neutral se define como la tasa de interés real de mediano plazo que es coherente con una economía en pleno empleo de los factores de la producción y una inflación que se aproxime a la meta.

cual aumentaba el riesgo de que las tasas de interés nominales estuvieran restringidas por el límite inferior cero⁵³.

En la práctica, la mayoría de los países avanzados con esquemas de metas de inflación tienen una meta de 2% con un rango de tolerancia simétrico (Cuadro 1.1) y han mantenido ese objetivo por un lapso extenso. Esa estabilidad del objetivo puede deberse a los costos inherentes de cambiarlo, en especial si se tratara de incrementarlo.

Cuadro 1.1 Algunos países con metas de inflación: meta inflacionaria e indicador utilizado

País	Fecha de adopción del régimen de metas de inflación	Tasa de inflación meta	Indicador de inflación
Australia	1993	2,0-3,0	IPC
Brasil	1999	3,0± 1,5	IPCA ¹
Canadá	1991	2,0± 1	IPC
Chile	2000	3,0	IPC
Colombia	1999	3,0± 1	IPC
Costa Rica	2018	3,0± 1	IPC
Estados Unidos	2012	2,0	PCE ²
Filipinas	2002	2,0-4,0	IPC
Guatemala	2005	4,0± 1	IPC
India	2012	4,0± 2	IPC
Israel	1997	2,0± 1	IPC
Japón	2013	2,0	IPC
Kenia	2013	2,5-7,5	IPC
México	2001	3,0	IPC
Nueva Zelanda	1990	2,0	IPC
Perú	2002	2,0± 1	IPC
Reino Unido	1992	2,0	IPC
República Checa	1997	2,0	IPC
República Dominicana	2012	4,0± 1	IPC
Suecia	1993	2,0	CPIF ³
Uruguay	1991	3,0-6,0	IPC

1/ Índice de precios de consumo amplio.

2/ Índice de precios de gasto en consumo personal (PCE por sus siglas en inglés).

3/ Índice de precios al consumo con un tipo de interés fijo (CPIF por sus siglas en inglés).

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Fondo Monetario Internacional.

Canadá es un caso ilustrativo, donde cada cinco años (iniciado en 2001) se aplica un proceso formal y transparente de revisión de la meta de inflación. Este proceso ha permitido una mejora continua sobre la base de la experiencia y el conocimiento acumulados, especialmente en los aspectos operativos de la aplicación del régimen de metas de inflación. La revisión no implica que el objetivo vaya a cambiar; de hecho, en las seis revisiones efectuadas en este país, se ha mantenido el objetivo inflacionario⁵⁴.

⁵³ El argumento de fondo es que cuando los mercados financieros anticipan más inflación, las tasas de interés nominales generalmente son más altas, lo cual da más margen para recortarlas en momentos en que la economía se desacelera demasiado o se dirige a una recesión.

⁵⁴ John Murray (2018), quien fue vicegobernador del Banco de Canadá del 2008 al 2014, explica que la razón principal por la que el objetivo no ha cambiado es que la economía parece haber tenido un desempeño excepcionalmente bueno con el objetivo de inflación del 2%. Por otra parte, las revisiones periódicas, aunque no modifiquen la meta, son parte fundamental de la rendición de cuentas del banco central, disipan la incertidumbre y preocupaciones innecesarias de los agentes económicos y es un mecanismo deliberado y transparente con el que se involucra a las partes interesadas. Indica, además,

Otra consideración importante al elegir el objetivo inflacionario es decidir cuál indicador de inflación debe usarse, dado que existen diferentes mediciones. Generalmente, se considera que el indicador seleccionado debe ser preciso, conocido, oportuno y fácilmente comprensible para el público. Sin embargo, también es crucial que excluya los choques puntuales de precios que no afectan la tendencia de la inflación, ya que la política monetaria busca influir en esta última. Si bien el Índice de Precios al Consumidor (IPC) cumple con las cuatro primeras condiciones, no satisface la última, por lo que se requiere el uso de un indicador de inflación subyacente. Este tipo de indicador, aunque más adecuado técnicamente para aproximar la tendencia inflacionaria de largo plazo, es más difícil de explicar al público, razón por la cual la mayoría de los países han optado por usar el IPC para definir la meta inflacionaria (Cuadro 1).

Adicionalmente, se debe definir si la meta se expresará como un valor puntual o como un rango. King (2024) señala que, en sus inicios, los países que adoptaron el régimen de metas de inflación definieron el objetivo en términos de estabilidad de precios, en lugar de un valor específico para la inflación. La práctica común era establecer rangos y declarar que la meta de la autoridad monetaria sería ubicarse en la parte baja del rango dentro de un horizonte temporal definido. Este enfoque se adoptó porque fijar una meta numérica precisa tras un período de alta inflación y volatilidad podía ser ambicioso. Con el tiempo, el éxito en reducir la inflación llevó a algunos países a optar por metas puntuales, mientras que otros prefirieron establecer rangos simétricos alrededor de un valor central.

Las metas puntuales son más claras para el público y facilitan la evaluación de su cumplimiento. Sin embargo, el uso de rangos le da flexibilidad a los bancos centrales para responder ante choques transitorios que incidan en el nivel de precios, sin afectar su credibilidad y generar un costo innecesario en términos de producción. Esa flexibilidad también es apoyada por el hecho de que el objetivo inflacionario se especifica para un período de mediano plazo (por lo general de 2 años).

La literatura sobre la determinación del objetivo inflacionario suele enfocarse en las economías avanzadas, pero es escasa para economías emergentes como la costarricense. De la información recopilada para algunas naciones latinoamericanas seleccionadas, se aprecia que los criterios para la elección de la meta de inflación difieren. Por ejemplo, en el Banco Central de Chile la meta de 3% derivó de un análisis de las ventajas y desventajas de otros niveles posibles de inflación, entre ellos, la necesidad de facilitar el ajuste de precios relativos y mantener una distancia suficiente con el límite de cero en la tasa de interés nominal⁵⁵. En el Banco Central de Reserva del Perú, la elección de la meta de inflación⁵⁶ buscó anclar las expectativas inflacionarias en un nivel similar al de las economías desarrolladas y con ello establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda. Por su parte, en Colombia, el Banco de la República anunció en el 2001 que la meta de largo plazo para la inflación sería del 3,0%, con el argumento de que ello era concordante con el objetivo constitucional de velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica en general.

que el Banco de Canadá es muy cuidadoso al exponer los temas que propone abordar en cada revisión, así como los cambios que podrían considerarse, y solicita comentarios del público, el gobierno y los académicos. Concluye que, aunque las características principales del marco se han mantenido sin cambios después de seis revisiones, en cada ocasión se ha aprendido algo nuevo y valioso.

⁵⁵ Según información suministrada por el Banco Central de Chile, el esquema de metas de inflación de mediano plazo se adoptó en el 2000, con una meta de 3% a dos años plazo, con la intención de que la mayor parte del tiempo la inflación se ubicara en un rango de 2% a 4%. En el 2020 se eliminó el rango de tolerancia, aunque la meta se mantuvo en 3%.

⁵⁶ Perú implementó el régimen de metas de inflación por primera vez en el 2002 con un rango de 1,5%-3,5%. Posteriormente, en el 2007 estableció el objetivo inflacionario en 2% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

Procedimiento seguido por el BCCR en la fijación de la meta de inflación vigente

De acuerdo con lo establecido en el artículo 2 de su Ley Orgánica⁵⁷, en la programación macroeconómica de enero del 2008 el BCCR comunicó a la sociedad costarricense, por primera vez, un valor central para la meta de inflación con un margen de tolerancia de ± 1 p.p., medido con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC).

Se inició con un valor central de 8%, pero en julio del 2009 la coyuntura internacional permitió revisar a la baja este parámetro hasta 5%, valor en el que se mantuvo por los siguientes cuatro años, hasta que en enero del 2014 se redujo en 1 p.p. y desde enero del 2016 se ubica en 3%.

Este último valor para la meta de inflación no fue determinado de manera arbitraria. Dado que la economía costarricense es pequeña, abierta e importadora de materias primas, en particular de hidrocarburos, es razonable que se aspire a mantener un nivel de inflación similar al de sus principales socios comerciales. Por lo tanto, en el 2012 el Banco Central estimó que la inflación de largo plazo de estos países se ubicó en torno a 3%⁵⁸. Con base en ello, en el Programa Macroeconómico 2016-2017 el Banco comunicó a la sociedad su intención de mantener la inflación en 3% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.⁵⁹, objetivo que ha mantenido hasta la fecha.

Luego de cuatro años de mantener el objetivo inflacionario en $3\% \pm 1$ p.p., en el Programa Macroeconómico 2020-2021 de enero del 2020, la Junta Directiva del BCCR señaló que, durante ese año iniciaría un proceso de análisis y consultas para explorar la conveniencia y oportunidad de revisar la meta de inflación. Sin embargo, la pandemia del COVID-19 obligó a pausar esa discusión.

El tema de la revisión de la meta de inflación se retomó en el Plan Estratégico del BCCR 2025-2030⁶⁰. Específicamente, el eje estratégico número uno denominado “Inflación baja y estable” dispuso para el 2026, “evaluar los parámetros a partir de los cuales se define la meta de inflación, de acuerdo con las características de una economía pequeña y abierta como la costarricense, y la experiencia internacional en esta materia”.

Conforme a lo comentado previamente y en línea con la literatura económica que trata sobre la determinación de la meta inflacionaria, en el caso de la economía costarricense, la meta de inflación vigente es un valor puntual con un rango simétrico alrededor de ese valor. Por otra parte, dicho valor se fija a partir de la variación interanual del IPC y no de un indicador de inflación subyacente.

Comentarios finales

Este recuadro contribuye al inicio de la discusión sobre las consideraciones críticas mínimas para revisar la meta de inflación vigente. En análisis futuros, será necesario profundizar en la especificidad de las economías emergentes, con especial atención al caso de Costa Rica.

⁵⁷ Dicho artículo establece que el principal objetivo del BCCR es mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas. La estabilidad interna se interpreta como el logro de una inflación baja y estable.

⁵⁸ Álvarez y León. “Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica”. Documento de Trabajo 022|2012, Departamento de Investigación Económica. BCCR. La actualización de la inflación de socios comerciales señaló lo siguiente: para los subperiodos 1992-2024, 2000-2024 y 2010-2024 el promedio fue de 3,50%, 2,86% y 2,72% respectivamente.

⁵⁹ Para mayor detalle ver el Recuadro 4 “La meta de inflación de largo plazo.” en el Programa Macroeconómico 2016-2017.

⁶⁰ Aprobado por la Junta Directiva en el artículo 11 del acta de la sesión 6200-2024, celebrada el 23 de julio del 2024.

Es importante señalar el caso ilustrativo del Banco Central de Canadá, el cual desde el 2001 efectúa una revisión cada 5 años y en todas ellas ha ratificado el nivel objetivo vigente desde dicho año.

El proceso de revisión del objetivo inflacionario es importante porque contribuye en especial a la rendición de cuentas del banco central ante los ciudadanos. Con este fin, es conveniente que en este proceso participen, además de los funcionarios del BCCR, organizaciones y académicos externos a esta entidad.

Bibliografía

Banco Central de Costa Rica. Informe de Inflación, diciembre 2017.

Banco Central de Costa Rica. Informe de Política Monetaria, abril 2020.

Jongrim Ha, M. Ayhan Kose y Franziska Ohnsorge (2018). Inflation in Emerging and Developing Countries. Evolution, Drivers, and Policies. World Bank Group.

King, Mervyn (2024). Inflation Targets: Practice ahead of theory.

Mishkin, Frederic y Bernanke, Ben (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? NBER Working Papers Series.

Mishkin, Frederic. Rethinking inflation target (2018). Brookings Conference "Should the Fed Stick with the 2% Inflation Target or Rethink it?"

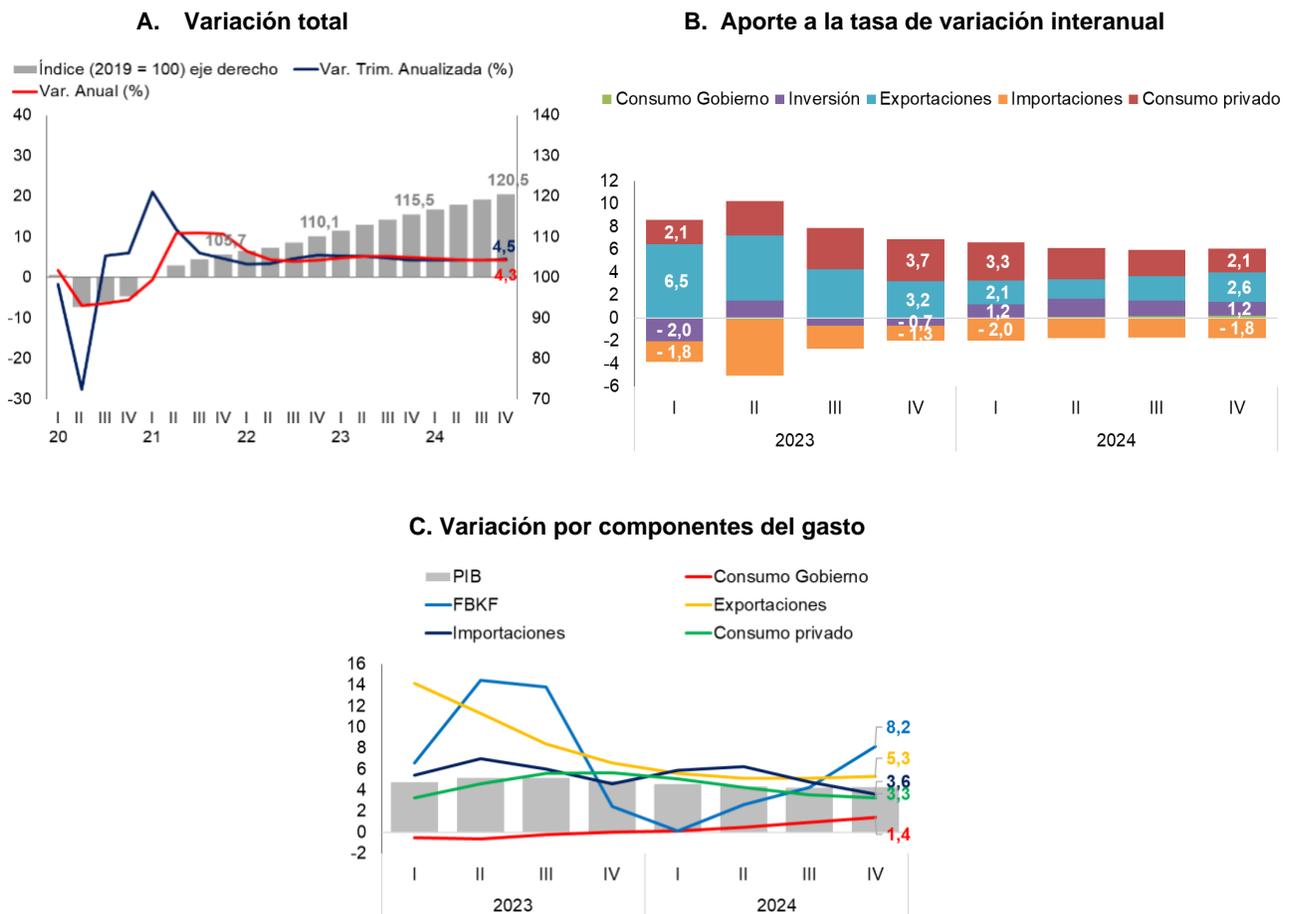
Murray, David y Wessel, David (2018). Rethinking the Fed's 2 percent inflation target. A report from the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings.

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

La producción mostró una aceleración en el cuarto trimestre del 2024 que, si bien fue modesta, cambió el comportamiento a la baja registrado desde la segunda mitad del 2023. Con ese resultado, se estima que en el año el PIB habría crecido 4,3%, superior en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado.

En el cuarto trimestre del 2024, el PIB creció 4,3% en términos interanuales y su variación trimestral anualizada fue de 4,5%, mayor al 4,3% registrado en el trimestre previo (Gráfico 10.A). Este comportamiento estuvo influido, por el lado del gasto, por la demanda interna, en particular del consumo privado y la inversión (Gráfico 10.B). Por actividades, influyeron principalmente en ese resultado la construcción, la manufactura y los servicios de transporte.

Gráfico 10. PIB trimestral en volumen variación total y por componentes del gasto (tendencia ciclo)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El consumo privado mostró una moderación en el último trimestre del año, en contraste con la aceleración en el crecimiento del consumo público y de la formación bruta de capital (Gráfico 10.C).

En el cuarto trimestre del 2024, el consumo privado creció 3,3% (5,7% un año atrás), lo cual es congruente con la reducción observada a lo largo del año en su ritmo de crecimiento. Este comportamiento estuvo influido por la moderación en el ingreso disponible real de los hogares, dada la dinámica de la actividad económica.

Por tipo de bien y servicio, este resultado se corresponde con un mayor consumo de prendas de vestir, calzado, servicios de enseñanza, servicios de alquiler de vivienda, servicios financieros y seguros, servicios de transporte, productos alimenticios y compra de vehículos, así como un menor consumo de muebles, productos de papel y servicios de salud.

En contraste con la moderación del consumo privado, el público mostró una aceleración en su ritmo de crecimiento a lo largo del año. Al cuarto trimestre registró una tasa de variación interanual de 1,4%, desde un valor de cero un año atrás. Dicho resultado se vincula con las mayores compras de bienes y servicios por parte de la administración pública y salud⁶¹.

La formación bruta de capital continuó en ascenso y en el cuarto trimestre del 2024 creció 8,2% (2,4% un año atrás). Este incremento se explica por la mayor inversión en nuevas construcciones (tanto privadas como públicas) así como en inversión en maquinaria y equipo por parte del sector privado (equipo de transporte, partes y maquinaria de uso especializado para la industria médica y equipo para cámaras de enfriamiento).

Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 5,3% en el cuarto trimestre del 2024, mientras que las importaciones crecieron 3,6% en ese lapso.

Las exportaciones de bienes aumentaron 11% en términos interanuales, valor similar al registrado un año atrás (10,6%), impulsadas por las ventas de las empresas del régimen especial (implementos médicos) y de productos manufacturados del régimen definitivo (azúcar, carne, productos lácteos, hilos conductores de cobre, y láminas de acero), principalmente.

El ritmo de crecimiento de las exportaciones de servicios se moderó a lo largo del año, desde 3,0% en el primer trimestre a 0,6% en el cuarto trimestre. Esto debido a una mayor demanda por servicios informáticos y empresariales de las unidades productivas empresas del régimen especial, que fue compensada por la desaceleración en el ingreso de turistas⁶². En términos agregados, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 5,3% en el cuarto trimestre (6,6% en igual lapso del 2023).

En forma congruente con el comportamiento de la demanda interna (consumo e inversión), las importaciones de bienes crecieron 4,3% en el cuarto trimestre del 2024 (0,9% un año atrás). El aumento de las importaciones fue impulsado por la compra de vehículos, productos alimenticios, equipo de transporte (de personas y mercancías), y equipo relacionado con la industria médica y para cámaras de enfriamiento. Destacó,

⁶¹ Las plazas contratadas mostraron una tasa de variación cercana a cero debido al efecto conjunto de un escaso aumento en la contratación de plazas en la administración y enseñanza pública (dada la aplicación de la regla fiscal) y la reducción en la contratación de nuevo personal en salud.

⁶² En el cuarto trimestre del 2024 el ingreso de turistas disminuyó 3,4% mientras que en igual lapso del 2023 había crecido 14,4%, ambos en términos interanuales.

además, el crecimiento en las compras de las empresas del régimen especial luego de cinco trimestres de resultados negativos⁶³.

Las importaciones de servicios aumentaron 8,6% debido, principalmente, al mayor flujo de costarricenses hacia el resto del mundo⁶⁴ y el incremento en los servicios de transporte. En términos agregados, las importaciones de bienes y servicios se incrementaron en 3,6%, lo cual significó 1,0 p.p. menos con respecto al mismo periodo del 2023.

Por actividad económica (Gráfico 11), la agropecuaria y la de hoteles y restaurantes se desaceleraron en el cuarto trimestre del año, ambas afectadas por las condiciones climatológicas adversas.

La actividad agropecuaria registró un crecimiento de 0,8%, menor con respecto a lo observado tanto el trimestre previo (2,0%) como un año atrás (3,4%). Este incremento se relaciona con la mayor producción exportable de piña y al impulso de la demanda interna sobre la extracción de carne, pollo, leche y huevos, efectos parcialmente compensados por la contracción en la producción de bienes como café, cebolla, plátano y hortalizas⁶⁵.

Las condiciones climatológicas también afectaron la producción de los servicios de hotelería y restaurantes, debido a que obligó al cierre de aeropuertos (por su efecto sobre la pista de aterrizaje), con la consecuente reducción de vuelos al país. Sin embargo, se registró una constante afluencia de turistas, principalmente en las zonas costeras y algunas zonas de montaña, así como un aumento de la demanda interna por los servicios de restaurantes⁶⁶, el crecimiento de esta actividad en el cuarto trimestre (1,0%) fue considerablemente inferior en comparación con un año atrás (7,2%).

La manufactura y la construcción aceleraron sus crecimientos, impulsados, respectivamente, por la producción de empresas del régimen especial y obras con destino privado.

La manufactura creció 6,2% en el último trimestre, mayor a las tasas de los trimestres anteriores. Lo anterior se relaciona con el continuo impulso en la producción de las empresas del régimen especial⁶⁷, al incremento en la producción fabril de las empresas del régimen definitivo, particularmente de productos alimenticios (pollo, carne, productos de panadería, azúcar y productos lácteos), baterías, hilos conductores de cobre y productos de limpieza.

La actividad de la construcción mostró poco dinamismo durante los primeros tres trimestres del año, con tasas de crecimiento inferiores a 3,0%. Sin embargo, en el cuarto trimestre su variación (8,6%), aunque se modera con respecto a un año atrás, mostró una mejora significativa, por el desempeño de la construcción con destino privado y la recuperación de la construcción con destino público.

⁶³ Esta mejora se observó en las compras de insumos de la industria metalúrgica, metalmecánica, química y farmacéutica, así como de materiales de construcción.

⁶⁴ En el cuarto trimestre del 2024 el turismo emisor aumentó 8,9% (25,7% en igual lapso del 2023).

⁶⁵ La contracción señalada se debió a condiciones climatológicas adversas que afectaron la productividad de los cultivos.

⁶⁶ Cadenas de comida rápida, servicios de alimentos especializados para grupos corporativos y eventos empresariales en instalaciones hoteleras.

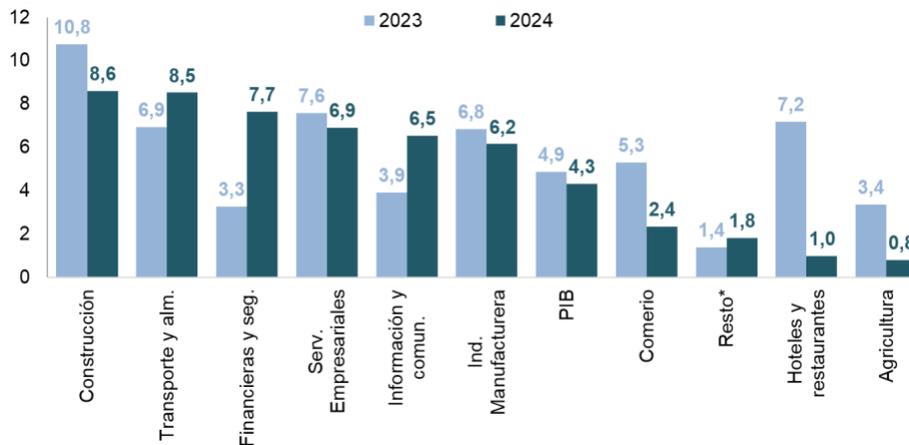
⁶⁷ En el cuarto trimestre del 2024 la producción del régimen especial y definitivo aumentó 11,9% y 1,9% respectivamente (13,1% y 1,6% en igual periodo del 2023).

En el caso de las obras con destino privado, destacó la mayor ejecución de proyectos de viviendas para ingresos medios y altos, seguido del crecimiento en la construcción de edificios residenciales y no residenciales (naves industriales, locales y plazas comerciales).

Las obras con destino público acumularon tres trimestres con resultados positivos y alcanzaron su valor más alto en el cuarto trimestre. En ello influyó la mayor ejecución en obras de infraestructura vial por parte del Consejo Nacional de Viabilidad (CONAVI) y del Ministerio de Obras Públicas y Transportes (MOPT), así como los avances en proyectos de generación eléctrica⁶⁸ y en proyectos municipales.

Gráfico 11. PIB trimestral en volumen por actividades económicas al cuarto trimestre del 2024 (tendencia ciclo)

Variación interanual en porcentajes



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

El comercio se moderó en concordancia con la desaceleración de algunas actividades en tanto que el transporte se aceleró.

La actividad de comercio registró un crecimiento menor con respecto a un año atrás (2,4% desde 5,3%), en línea con la evolución de actividades como la agropecuaria y hoteles, restaurantes, así como con la moderación del crecimiento del ingreso de los hogares. Por tipo de bien, la moderación se reflejó en las ventas de productos de ferretería, eléctricos, alimenticios y combustibles, principalmente.

Asimismo, la actividad de transporte mostró una aceleración durante el año y en el cuarto trimestre aumentó 8,5% (6,9% un año atrás). En particular, destacó el aumento de las actividades de apoyo al transporte, los servicios de transporte de taxis y de carga de mercancías.

⁶⁸ Proyecto Geotérmico Borinquen en Guanacaste.

Las actividades de información y comunicación y servicios profesionales, así como la de servicios financieros, presentaron mayor crecimiento en comparación con el año anterior.

La aceleración de la actividad de información y comunicaciones se explica por la demanda externa por servicios de informática de las empresas del régimen especial (específicamente, apoyo técnico, desarrollo de programas y consultoría informática), servicios de salas cinematográficas, televisión por cable y convencional, así como de servicios de telefonía móvil e internet.

El crecimiento de los servicios profesionales respondió tanto a la demanda en actividades del régimen definitivo (servicios de publicidad, arquitectura, ingeniería, alquiler de vehículos y de vigilancia privada) como a la demanda externa por servicios de apoyo de empresas del régimen especial. En contraste, hubo una menor demanda de servicios de diseño técnico e investigación y desarrollo.

Finalmente, la actividad de servicios financieros y de seguros aumentó 7,7% (3,3% un año atrás), explicada por: a) el servicio de intermediación financiera, principalmente por el crecimiento de los depósitos en cuenta corriente y ahorro a la vista; b) las comisiones, en especial por el uso de tarjetas de crédito y débito y; c) los ingresos por los servicios de seguros.

Dado el comportamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2024, se estima que en el año el PIB creció 4,3%, lo que significa una revisión al alza de 0,2 p.p. con respecto a lo previsto en el informe de octubre pasado (Cuadro 1).

El crecimiento estimado para el 2024 es superior al promedio histórico registrado en el periodo 2010-2019 (3,8%), previo a la pandemia, y al de los socios comerciales del país en el 2023 y el 2024 (estimado en 2,8% y 2,5%, respectivamente).

La revisión al alza con respecto al informe de octubre considera una mayor demanda externa por productos manufacturados, tanto del régimen definitivo como del especial, así como un crecimiento ligeramente mayor en el gasto de consumo final. Por actividad económica, la mejora señalada se concentró en las actividades de la construcción y la manufactura. En el primer caso, vinculado con la ejecución en el último trimestre del año de proyectos constructivos con destino privado, mientras que, en la manufactura incidió el desempeño en las ventas externas de implementos médicos y productos manufacturados del régimen definitivo.

Cuadro 1. PIB en volumen según componentes del gasto y actividades económicas.

Variación anual en porcentajes y diferencias en p.p.

	Estimación	Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)
	2024	2024	2024
Producto interno bruto	4,3	0,2	4,3
Consumo de hogares	4,0	0,3	2,6
Consumo de gobierno	0,7	0,2	0,1
Formación bruta de capital fijo	4,3	-0,1	0,7
Variación de existencias (% de PIB)	-0,2	-0,2	0,7
Exportaciones	5,8	0,9	2,2
Bienes	8,0	1,2	1,7
Servicios	2,9	0,3	0,5
Importaciones	6,0	0,2	-2,0
Bienes	4,9	-0,3	-1,2
Servicios	9,6	2,1	-0,8
Ingreso disponible bruto real	4,3	0,3	
Ingreso personal disponible bruto real	4,1	0,3	

	Estimación	Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)
	2024	2024	2024
Producto interno bruto	4,3	0,2	4,3
Agricultura	2,0	0,2	0,1
Manufactura	5,5	0,3	0,8
Construcción	3,5	3,7	0,1
Destino privado	3,5	4,2	0,1
Destino público	2,7	-2,4	0,0
Comercio	3,9	0,0	0,4
Transporte y almacenamiento	7,8	0,1	0,3
Hoteles y Restaurantes	5,0	-0,5	0,1
Servicios empresariales	6,7	0,2	0,9
Resto ^{1/}	3,3	0,1	1,6

^{1/}Incluye minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las perspectivas sobre el desempeño de la economía, tanto de los consumidores como de los empresarios, denotan optimismo.

En el cuarto trimestre del 2024, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) elaborado por la Universidad de Costa Rica se ubicó en 52,6, valor superior en 0,9 puntos al del trimestre previo, lo cual evidencia una percepción optimista y relativamente estable en la confianza de los consumidores (Gráfico 12).

El ICC se subdivide en dos subíndices, que miden la percepción de los consumidores sobre el entorno económico actual y futuro. En esta ocasión no se registró un cambio significativo en cuanto a la opinión sobre el futuro, pero sí mejoró la percepción relacionada con el entorno actual⁶⁹.

En contraste, el Índice de Confianza del Agente Económico calculado por el BCCR⁷⁰ se ubicó en 56,9 puntos (3,8 puntos menos que en el trimestre previo), lo que interrumpe la tendencia de seis trimestres consecutivos al alza, aunque continúa en la zona que se corresponde con percepciones optimistas.

Finalmente, para el primer trimestre del 2025 el índice global de expectativas empresariales de la UCR subió 3,1 puntos con respecto al trimestre previo y acumuló 14 trimestres consecutivos con valores superiores a los 50 puntos, lo cual refleja que el optimismo por parte de los empresarios se mantiene.

Gráfico 12. Índices de confianza de los consumidores y de los empresarios¹



¹Valores por encima de 50 denotan optimismo y por debajo de ese nivel reflejan pesimismo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica y Universidad de Costa Rica.

La tasa de desempleo se mantuvo relativamente estable en los últimos meses del 2024, en un contexto de mayor ocupación y participación en el mercado laboral.

En noviembre, la tasa de desempleo⁷¹ fue de 7,3%, superior en 0,3 p.p. y 0,1 p.p. con respecto al mes previo y a un año atrás, respectivamente. A pesar del incremento en esta variable, todavía es inferior al promedio histórico⁷². La tasa de subempleo se ubicó en 3,4% y mantuvo el comportamiento a la baja (Gráfico 13.A).

La ocupación continuó al alza y alcanzó 2,2 millones de trabajadores, cifra superior en 160 mil personas al nivel registrado en igual lapso del año previo, lo que significó un

⁶⁹ De acuerdo con el Informe del ICC del cuarto trimestre del 2024, una mayor cantidad de personas indicaron que era buen momento para la compra de bienes duraderos para el hogar. No hubo cambios significativos en la opinión sobre la condición económica de los hogares con respecto a un año atrás.

⁷⁰ Los encuestados son académicos vinculados al área económica, analistas económicos y financieros, y empresarios.

⁷¹ Este indicador relaciona la población desempleada con la fuerza de trabajo. La población desempleada está compuesta por la fuerza de trabajo que no tenía empleo en la semana de referencia, aunque estaba disponible para participar en la producción de bienes y servicios, y buscó empleo. La fuerza de trabajo es el conjunto de personas de 15 años o más que durante el período de referencia participó en la producción de bienes y servicios o estaba dispuesta a hacerlo; está conformada por la población ocupada y la desocupada.

⁷² Entre 2010 y 2019 (año previo a la pandemia), la tasa de desempleo promedio fue de 9,9%.

aumento interanual de 7,8%. Con esto, el nivel de empleo total fue prácticamente igual al registrado a principios del 2020. La tasa de ocupación se ubicó en 52,6%, superior en 3,2 p.p. a la registrada el año anterior (Gráfico 13.B).

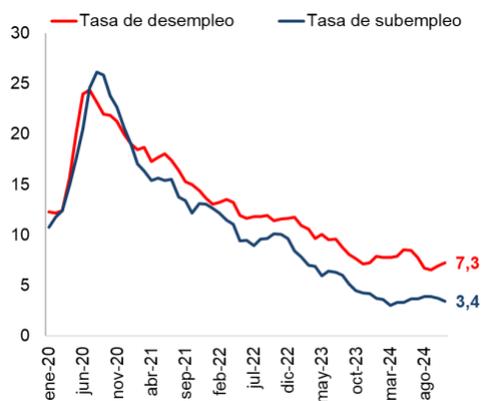
El empleo formal (Gráfico 13.C) mostró un mejor desempeño, con un aumento interanual de 5,7%, que ubicó su nivel 15,4 p.p. por encima del registrado en el periodo prepandémico. Por el contrario, el empleo informal continuó lejos del nivel registrado en febrero del 2020 (17,9 p.p. menos), aunque su crecimiento interanual se aceleró durante la segunda mitad del 2024 (11,2% en noviembre). El empleo informal representó 39,0% del total (46,3% en el 2019).

Según grado de calificación (Gráfico 13.D), el empleo de calificación alta fue 14,4 p.p. mayor al valor registrado en febrero del 2020, en tanto que el de calificación media y baja también tendieron al alza, pero sin retornar al nivel de dicho periodo (3,2 p.p. y 4,8 p.p. respectivamente).

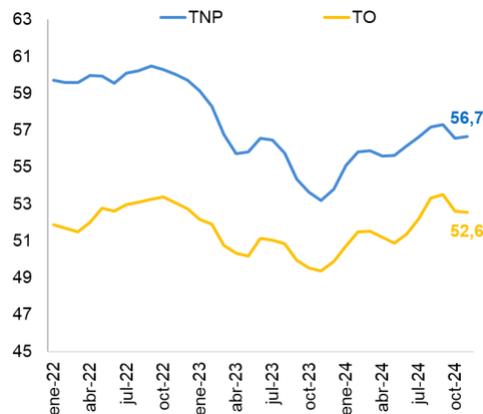
Gráfico 13. Indicadores del mercado laboral

En porcentajes.

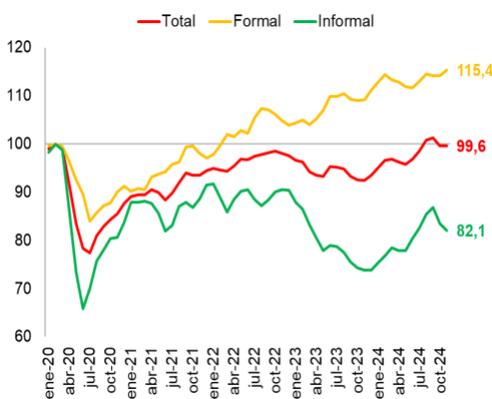
A. Tasa de desempleo y subempleo



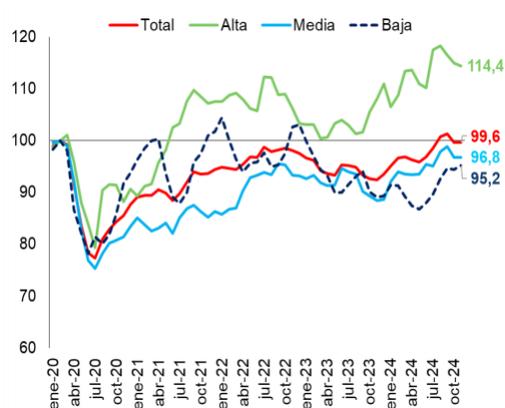
B. Tasa neta de participación y de ocupación



C. Ocupados según formalidad (feb-20=100)



D. Ocupados según calificación (feb-20=100)



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

La participación laboral también mantuvo un comportamiento creciente en el 2024 y a noviembre se situó en 56,7%, 3,5 p.p. más que en igual mes del año pasado. Este comportamiento es congruente con la trayectoria de la actividad económica, que podría haber influido en las expectativas de los trabajadores acerca de la posibilidad de encontrar empleo en el corto plazo. Además, la recuperación de salarios reales en meses recientes incentiva a una mayor participación en el mercado laboral.

El ingreso real del trabajo moderó su ritmo de crecimiento y mostró heterogeneidad por el tipo de empleador (sector público y privado) y por nivel de calificación de los trabajadores.

La moderación en el ritmo de crecimiento de los ingresos se observó tanto en términos reales como nominales y fue coherente con los resultados de la actividad económica (Gráfico 14.A).

El crecimiento de los ingresos continuó disímil entre los sectores empleadores (Gráfico 14.B). Contrasta el aumento en el ingreso real del sector privado (10 p.p. superior al nivel prepandémico) con la caída en el del sector público (alrededor de 11 p.p. menos que en el periodo previo a la pandemia). Esto indica, por un lado, el buen desempeño de la economía, que permitió una aceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos (por trabajo) del sector privado y, por otro, los efectos de la contención del gasto sobre la dinámica de las remuneraciones de los trabajadores del sector público.

También hay diferencias en los ingresos en función del nivel de calificación. Los ingresos de los trabajadores de calificación media y baja del sector privado subieron (7,8 p.p. y 13,9 p.p. más que en febrero del 2020), en tanto que los de los trabajadores de calificación alta de ese mismo sector si bien registraron un incremento en sus ingresos reales, han tendido a moderarse).

Los ingresos reales de los trabajadores de calificación media y baja del sector público continuaron por debajo al nivel registrado antes de la pandemia, aunque a partir del 2023 tienden a converger hacia ese nivel. En contraste, los ingresos de los trabajadores de calificación alta del sector público se estancaron en 15 p.p. por debajo de lo registrado en febrero del 2020.

La evolución de los ingresos según calificación es congruente con lo observado en crecimiento económico y el nivel de ocupación. La pandemia causó una reducción en la oferta laboral (menor participación), que impactó en mayor medida los trabajos informales. Este comportamiento se ha revertido gradualmente, aunque no de manera completa.

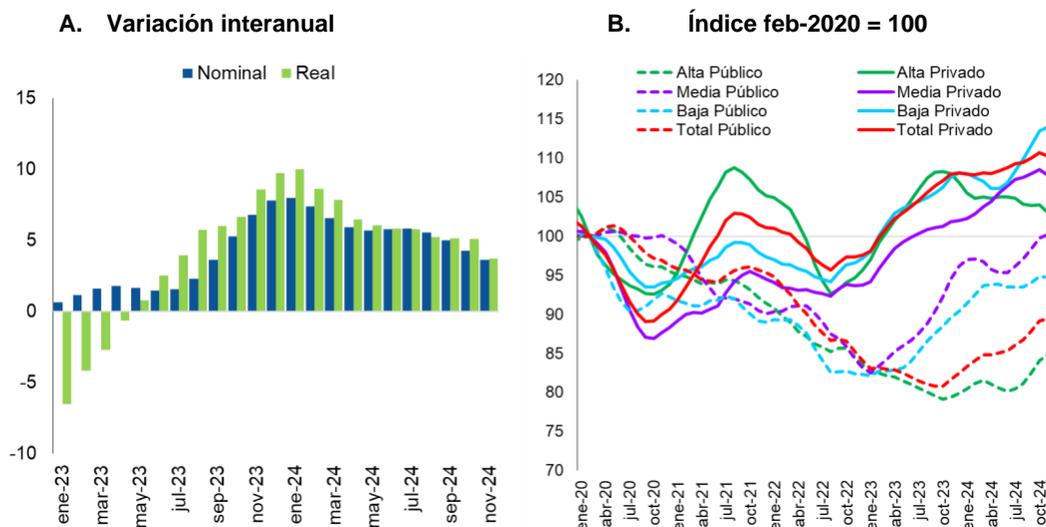
El empleo informal, cuya recuperación es menor, se asocia, en mayor medida, con empleos de calificación baja y media, lo cual contrasta con una economía que, por su ritmo de crecimiento, incrementa la demanda laboral. Como consecuencia, esta dinámica posiblemente explica el mayor crecimiento de los salarios en estos grupos.

En resumen, el comportamiento reciente del mercado laboral es coherente con los resultados comentados para la actividad económica y se refleja en tasas de desempleo inferiores al promedio histórico (9,9% entre 2010 y 2019) y tasas de ocupación y participación al alza. A su vez, los ingresos reales muestran una recuperación, asociada tanto al crecimiento económico como a la contención del choque inflacionario, aunque en el caso del sector público todavía se ubican por debajo del nivel prepandémico.

Finalmente, en el periodo transcurrido entre 2020 y 2024, el nivel de la producción aumentó en forma acumulada más del 20%, mientras que el empleo luego de caer como consecuencia de los efectos económicos de la pandemia alcanzó en la segunda mitad del 2024 el nivel de principios del 2020. Esto permite inferir que ha habido un incremento significativo en la productividad del trabajo⁷³. Ello incide favorablemente sobre la capacidad de crecimiento de la economía en el largo plazo y mejora el ingreso de los trabajadores.

Gráfico 14. Ingreso real¹ en la ocupación principal según calificación y sector institucional

Variación interanual en porcentajes e índice feb-20 = 100.



¹Cálculos a partir de la serie de tendencia de los ingresos reales.

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

En el cuarto trimestre del 2024, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 0,5% del PIB, con lo cual al término del año alcanzó el equivalente a 1,4% del PIB. Esto último significó una revisión a la baja de 0,3 p.p. del PIB con respecto a lo estimado en octubre (Cuadro 2).

La menor brecha de la cuenta corriente en relación con lo previsto en octubre estuvo determinada, fundamentalmente, por el resultado en la cuenta de bienes, cuyo déficit fue inferior al estimado en 0,7 p.p. del PIB. Ese comportamiento combinó el efecto de un aumento de las exportaciones y una reducción de las importaciones respecto a lo previsto de 0,5 p.p. y 0,2 p.p. del PIB, respectivamente.

Las mayores exportaciones de bienes estuvieron determinadas, en mayor medida, por el desempeño de las ventas externas de las empresas del régimen especial, en particular las de implementos médicos. Adicionalmente, las cifras preliminares de exportaciones del régimen definitivo muestran un crecimiento levemente superior al estimado, tanto de bienes agrícolas como de productos manufacturados.

El menor ritmo de crecimiento de las importaciones en relación con lo previsto para el 2024 estuvo concentrado, primordialmente, en las compras de materias primas y bienes

⁷³ El promedio de horas efectivas trabajadas por semana en el periodo 2010-2019 fue de 42,6, mientras que el lapso 2020-2024 fue de 40,6. Por tanto, la mejora en productividad por hora trabajada aumentó.

de capital del régimen especial. En el régimen definitivo, se observó un leve ajuste a la baja explicado por el rubro de hidrocarburos, toda vez que en el resto de este régimen se registró un incremento en las compras externas, impulsado en mayor medida, por la adquisición de bienes destinados al consumo.

Cuadro 2. Balanza de pagos de Costa Rica

En millones de USD, como porcentaje del PIB y en puntos porcentuales (p.p.)

	Estimación IV Trimestre 2024		Estimación 2024		Diferencias respecto al IPM octubre 2024
	USD	% del PIB	USD	% del PIB	En p.p.
I Cuenta corriente	-487	-0,5	-1 335	-1,4	-0,3
A. Bienes	-1 001	-1,0	-4 000	-4,2	-0,7
Exportaciones FOB	5 397	5,7	20 616	21,6	0,5
Importaciones CIF	6 398	6,7	24 616	25,8	-0,2
Hidrocarburos	451	0,5	2 287	2,4	-0,1
B. Servicios	2 358	2,5	10 272	10,8	-0,1
Viajes	683	0,7	3 553	3,7	0,0
C. Ingreso primario	-1 950	-2,0	-8 170	-8,6	0,3
Intereses de la deuda pública externa	-309	-0,3	-1 336	-1,4	0,0
Resto del ingreso primario	-1 640	-1,8	-6 835	-7,2	0,3
D. Ingreso secundario	106	0,0	563	0,6	0,0
II Cuenta de capital	5	0,0	24	0,0	0,0
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-482	-0,5	-1 311	-1,4	-0,3
III Cuenta financiera	-554	-0,6	-2 231	-2,3	-0,6
Sector público	99	0,1	-273	-0,3	-0,3
Sector privado	-653	-0,7	-1 958	-2,1	-0,3
Pasivos de inversión directa	-1 226	-1,3	-5 123	-5,4	0,3
IV Activos de reserva	72	0,1	920	1,0	-0,3
Saldo de activos de reserva	14 177	14,9	14 177	14,9	-0,3

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En particular, el importe de la factura petrolera en el 2024 fue de USD 2.286,6 millones (USD 451,1 millones en el cuarto trimestre), 0,1 p.p. del PIB inferior a lo previsto en octubre pasado. Esta diferencia combinó el efecto de un menor precio medio para la mezcla de hidrocarburos (1,8%) y de una menor cantidad de barriles importados (2,5%).

El superávit en la cuenta de servicios en el 2024 se estima en USD 10.272,0 millones, equivalente a 10,8% del PIB (10,9% estimado en el informe previo). Esa revisión a la baja fue resultado, principalmente, de los servicios de manufactura (según cifras preliminares para el bimestre octubre-noviembre).

El resultado de la cuenta de viajes estuvo acorde con lo proyectado, a pesar del cierre temporal en noviembre del aeropuerto internacional Daniel Oduber Quirós en Guanacaste debido a deterioros en la pista de aterrizaje.

Los egresos netos por la retribución a los factores productivos (ingreso primario) ascendieron a 8,6% del PIB en el 2024 (2,0% en el cuarto trimestre). Esta cifra significó un ajuste al alza de 0,3 p.p. en relación con lo estimado en el informe previo, debido al incremento en la renta de la inversión directa en el cuarto trimestre, toda vez que los intereses de la deuda pública externa fueron similares a los previstos.

A finales del 2024 el país requirió financiamiento externo neto por un monto equivalente a 2,3% del PIB, razón inferior en 0,6 p.p. del PIB a lo estimado en octubre y congruente con el menor déficit de la cuenta corriente. Estos influjos permitieron financiar ese déficit y propiciar un incremento de 1,0% del PIB en los activos de reserva.

El menor acceso al ahorro externo con respecto a lo proyectado en el informe anterior respondió, fundamentalmente, a la mayor salida neta de recursos del resto del capital privado (que excluye inversión directa) y el menor financiamiento recibido por los bancos públicos. La inversión directa fue equivalente a 5,4% del PIB, mayor a la estimación de octubre pasado en 0,3 p.p. y, como ha sido usual, en su mayoría fue canalizada a la industria manufacturera, específicamente a empresas de implementos médicos y componentes electrónicos (principalmente semiconductores).

El ahorro externo permitió financiar la brecha negativa conjunta de las cuentas corriente y de capital, acumular activos de reserva en torno a 1,0% del PIB y alcanzar al término de diciembre un saldo de *USD* 14.177,3 millones, equivalente a 14,9% del PIB (15,2% previsto en octubre). En este contexto, el indicador de seguimiento de reservas internacionales netas (IR) se ubicó en 144,6% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva del BCCR.

En términos de otros indicadores, este monto de reservas equivale a 8,5 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo y 2,2 veces el saldo de la deuda externa total de corto plazo del país.

En el lapso enero-noviembre del 2024, las finanzas públicas mantuvieron un comportamiento coherente con el objetivo de consolidación fiscal a mediano plazo, a pesar del deterioro registrado en los resultados financieros con respecto a igual periodo del 2023.

Al término de noviembre el Gobierno Central presentó un superávit primario equivalente a 1,2% del PIB y un déficit financiero de 3,2% del PIB; si bien estos resultados son menos favorables que los observados un año atrás (1,8% y -2,5%, en el orden respectivo), continua con resultados primarios positivos, lo cual, por sí mismo, es consecuente con la búsqueda de la sostenibilidad fiscal (Gráficos 15.A).

Los ingresos tributarios acumulados a noviembre crecieron 2,0% (2,6% un año atrás) y representaron 11,9% del PIB⁷⁴. Por un lado, los ingresos provenientes de aduanas se recuperaron (crecieron 8,9% en contraste con la caída de 7,5% doce meses atrás) y el impuesto único a los combustibles creció 8,9%; estos efectos fueron parcialmente compensados por:

- a. La caída en la recaudación por concepto del impuesto a los ingresos y utilidades, específicamente el correspondiente a personas jurídicas del sector privado, que disminuyó alrededor de 0,3 p.p. del PIB en el 2024 con respecto al año previo.

Según lo indicado por el Ministerio de Hacienda (MH), dicho comportamiento respondió a la menor liquidación que realizaron las empresas en marzo del 2024

⁷⁴ El ingreso tributario en términos del PIB en igual lapso del 2022 y 2023 alcanzó 12,4% y 12,1%, en ese orden. El menor peso relativo en el 2024 podría asociarse, en parte, a la evolución diferenciada del crecimiento económico según régimen de comercio. El esquema tributario introduce incentivos fiscales (exoneración de algunos impuestos) para empresas amparadas a regímenes especiales de comercio, cuya producción en el último quinquenio creció a una tasa media de 13,2% (4,7% la del régimen definitivo); ello aumentó su aporte al crecimiento económico (de 10,1% en 2019 a 13,6% en 2024). Dado este desempeño diferenciado de la actividad económica, el tratamiento tributario desigual introduce retos para los ingresos del Ministerio de Hacienda y, a mediano plazo, riesgos para la sostenibilidad fiscal.

correspondiente al periodo fiscal 2023, que se concentró en las unidades jurídicas privadas del sector financiero, transporte y agrícola⁷⁵.

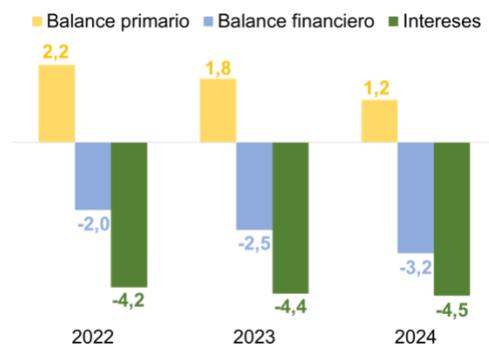
- b. La reducción en la recaudación del impuesto a la propiedad, en particular del impuesto a la propiedad de vehículos, que disminuyó en ¢37,8 mil millones (0,1% del PIB 2024) en comparación con el mismo periodo del 2023.

Gráfico 15. Gobierno Central: resultados financiero y primario e intereses.

Cifras a noviembre de cada año

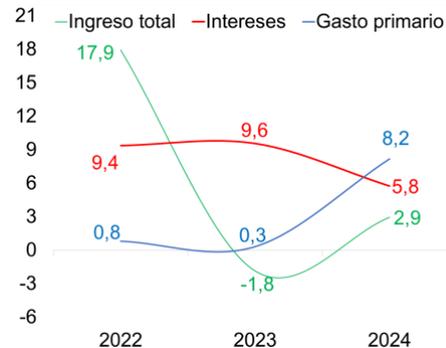
1. Resultado primario y financiero

Proporción del PIB



B. Ingresos, gasto e intereses

Variación interanual



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

El gasto total y primario presentaron a noviembre del 2024 un crecimiento de 7,5% y 8,2%, respectivamente, por encima del 2,7% y 0,3% de igual periodo del 2023 (Gráficos 15.B). Este comportamiento obedeció a:

- a. El gasto en remuneraciones, que creció 6,5% (1,7% en el 2023), como resultado del compromiso asumido por el MH de pagar el retroactivo correspondiente al aumento general a la base, pendiente desde el 2020 (aproximadamente ¢92.000 millones).
- b. El aumento en las transferencias corrientes y de capital, de 6,1% y 25%, respectivamente (-0,6% y -0,2% doce meses atrás, en su orden), en especial, por los mayores recursos girados a la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), al Fondo Especial de Educación Superior (FEES), al Banco Hipotecario de la Vivienda (Banhvi), a las Juntas de Educación y a la Comisión Nacional de Emergencias (CNE).
- c. El pago de intereses de la deuda, que ascendió a ¢2,2 billones (4,5% del PIB) y significó un incremento de 5,8% interanual, menor en comparación con igual periodo del 2023 y 2022 (9,6% y 9,4%, en ese orden).

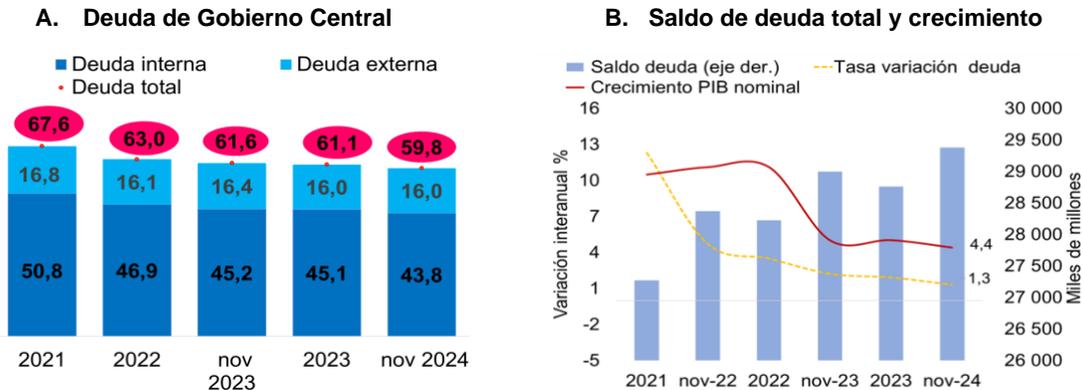
⁷⁵ En el sector financiero la afectación mayor se presentó en tres bancos comerciales; en el sector transporte, en las empresas de apoyo al transporte aéreo y de comercio marítimo, en particular de fletes y manipulación de carga, y en el sector agrícola estuvo asociada a la liquidación por ventas internas y exportaciones (particularmente de piña).

La generación de un superávit primario en el último trienio redujo los requerimientos de financiamiento del Gobierno y permitió que la deuda creciera a un ritmo menor que el PIB nominal y que a noviembre del 2024 la razón deuda/PIB disminuyera en 1,8 p.p. en comparación con igual mes del año anterior y se ubicara en 59,8%⁷⁶ (Gráfico 16.A).

El saldo de la deuda creció 1,3%, tasa inferior al crecimiento de un año antes (2,2%) y al promedio del quinquenio 2019-2023 (9,4%) (Gráfico 16.B).

Gráfico 16. Gobierno Central: saldo de deuda total.

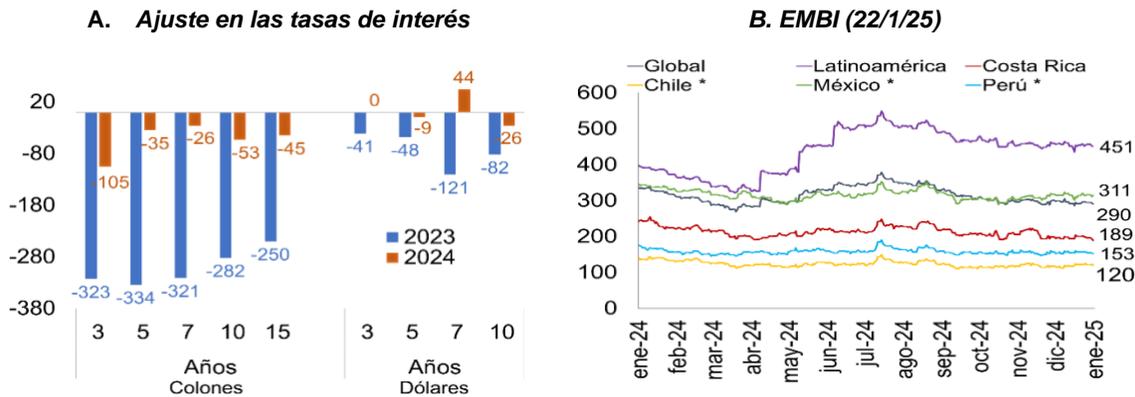
Como proporción del PIB, en millones de colones y tasas de variación



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

Gráfico 17. Ajuste en las tasas de interés de los títulos de deuda interna del Gobierno Central e Indicador de Bonos Emergentes (EMBI)

En puntos base



*Economías con grado de inversión.

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

⁷⁶ De acuerdo con datos preliminares suministrados por el MH, al término del 2024 la relación deuda a PIB se ubicó en 59,76%, lo que permitiría en el 2026 aplicar la regla fiscal sobre el gasto corriente y no sobre el gasto total y, además, el porcentaje por aplicar sería de 75% del promedio del crecimiento del PIB nominal. Sin embargo, dada la cercanía de este resultado al 60%, existe el riesgo de que medidas que incidan negativamente sobre el resultado primario en el 2025 o bien condiciones financieras adversas atenten contra la sostenibilidad de la deuda en valores inferiores al 60% del PIB.

La consolidación fiscal contribuyó a mejorar la confianza de los agentes económicos en la capacidad del Gobierno Central para atender sus obligaciones, lo que se manifestó en una reducción de las tasas de interés asignadas en el mercado primario de deuda durante el 2024⁷⁷ (Gráfico 17.A). En igual sentido, la percepción sobre el riesgo soberano no solo bajó a lo largo del año sino también es mejor que para el promedio latinoamericano y de algunas economías de la región con calificaciones crediticias superiores, tal como se aprecia en el indicador de bonos de mercados emergentes, EMBI por sus siglas en inglés (Gráfico 17.B).

1.2.3 Condiciones monetarias

El Banco Central estima que el comportamiento de los agregados monetarios al término de diciembre del 2024 no generará presiones inflacionarias que excedan la meta de inflación en los próximos 24 meses.

Al término del 2024⁷⁸ la base monetaria aumentó 8,7%, expansión determinada, principalmente, por el efecto monetario de la compra neta de dólares efectuada por el BCCR en el mercado cambiario, el pago de intereses sobre los instrumentos de captación en moneda nacional y la caída en el saldo de los depósitos electrónicos a plazo. Esos movimientos fueron parcialmente compensados por la colocación neta de bonos de estabilización monetaria y el aumento tanto en el saldo del fondo general del Gobierno en colones como de los depósitos en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

El ahorro financiero, aproximado por los agregados monetarios amplios, durante el 2024 mostró tasas de variación coherentes con el crecimiento de la actividad económica y la meta de inflación, por lo cual se considera que su comportamiento no incuba presiones inflacionarias por encima de dicha meta.

La liquidez total y la riqueza financiera crecieron, en promedio, a una tasa interanual al término del año en torno a 6,5%, en tanto que el medio circulante (M1) amplio se aceleró, de 6,8% en diciembre del 2023 a 11,3% un año después, lo cual puso de manifiesto la mayor preferencia de los ahorrantes por depósitos altamente líquidos en colones (Gráfico 18.A). Este comportamiento guarda relación con el menor costo de oportunidad de mantener instrumentos con bajo o nulo rendimiento, dada la reducción de las tasas de interés pasivas en colones⁷⁹ y los bajos niveles de inflación observados desde el segundo semestre del 2023.

La disminución de las tasas de interés pasivas en colones, unida al comportamiento en las tasas pasivas en dólares y las expectativas de variación en el tipo de cambio (según mercado), ubicó el premio por ahorrar en moneda nacional en valores negativos a lo largo del año (Gráfico 18.B).

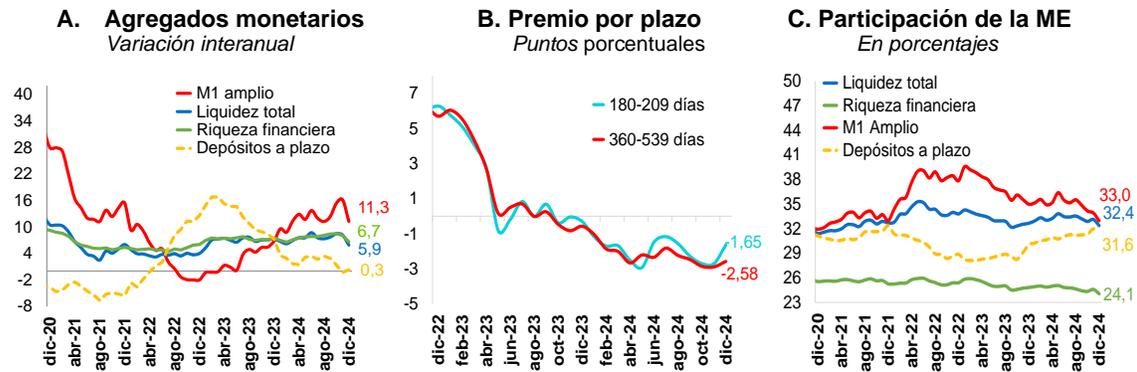
⁷⁷ El ajuste a la baja en las tasas de interés fue de entre 26 y 105 p.b. para todos los plazos en colones y entre 9 y 26 p.b. en moneda extranjera, si se toman como referencia los rendimientos asignados entre diciembre del 2023 y diciembre del 2024.

⁷⁸ Considera información del BCCR y de los intermediarios financieros (preliminar) al 31 de diciembre del 2024. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y del crédito al sector privado excluyen el efecto de la variación en el tipo de cambio.

⁷⁹ Las reducciones de la TPM desde marzo del 2023 y hasta el 31 de diciembre de 2024 (500 p.b.) se han trasladado principalmente a las tasas de interés pasivas.

Los valores negativos del premio por ahorrar en colones⁸⁰ han incidido en la dolarización del ahorro a plazo. Así, al término de diciembre del año anterior la captación a plazo en moneda extranjera registró un crecimiento anual de 5,6% mientras que en colones se contrajo en 2,0%; con ello la participación relativa del componente en moneda extranjera de dichos depósitos aumentó en 1,6 p.p. en el año⁸¹ y 0,4 p.p. en el último trimestre del 2024 (Gráfico 18.C).

Gráfico 18. Agregados monetarios, premio por ahorrar en moneda nacional y participación relativa de la moneda extranjera (ME)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado (CSP) total evolucionó acorde con el nivel de transacciones en la economía y la meta de inflación. Si bien la preferencia por operaciones en moneda extranjera fue evidente, esta mostró una desaceleración en los últimos meses del año.

El CSP mostró a finales del 2024 un crecimiento anual de 7,5% (6,4% en el 2023), similar al crecimiento compuesto de la actividad económica y la meta de inflación⁸². El crecimiento se observó tanto en moneda nacional como extranjera, pero fue mayor en esta última (Gráfico 19.A). Sin embargo, el financiamiento en moneda extranjera evidenció una desaceleración en su ritmo de crecimiento desde setiembre.

Si se ignora el riesgo cambiario, la mayor demanda de crédito en dólares fue incentivada por el encarecimiento relativo del financiamiento en colones. El comportamiento de las tasas activas en colones y en dólares y la evolución de las expectativas de variación cambiaria (mercado) llevó a que el costo en exceso por endeudarse en colones fuera positivo y se ubicara en 163 p.b. como promedio para el 2024.

Como resultado del mayor dinamismo del crédito en moneda extranjera, su participación relativa dentro del total ascendió a 32,5% al término del 2024, 0,7 p.p. por encima de lo observado un año atrás (Gráfico 19.B), lo cual aumenta la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario, especialmente si el crédito se concede a personas con

⁸⁰ Principalmente por el comportamiento de las expectativas de variación cambiaria, toda vez que en el 2024 las tasas de interés nominales en colones fueron, en promedio, mayores a las correspondientes en dólares en cerca de 138 p.b.

⁸¹ En los agregados monetarios amplios no hay evidencia de un proceso de dolarización. La participación relativa del componente en moneda extranjera en la liquidez total y en la riqueza financiera total disminuyó en torno a 0,6 p.p. en el 2024.

⁸² El incremento gradual en la profundización financiera lleva a que el agregado financiero tienda a crecer a un ritmo mayor que el crecimiento del PIB nominal.

exposición cambiaria (CEC)⁸³. En este sentido, cabe mencionar que la proporción del crédito en moneda extranjera otorgado a deudores con exposición cambiaria aumentó 8,3 p.p. en los doce meses terminados en noviembre del 2024⁸⁴ (Gráfico 19.C).

Gráfico 19. Crédito del sistema financiero (total y por monedas)¹, participación relativa de la moneda extranjera (ME), participación relativa del crédito en ME con exposición cambiaria (CEC) y tasa de mora amplia



¹ Cifras sin efecto cambiario.
Fuente: Banco Central de Costa Rica y Sugef.

Según las fuentes y usos de recursos, en el 2024 el crédito en moneda extranjera fue atendido con fondos provenientes de la captación del público y la reducción de activos externos, en tanto que, en colones, si bien la principal fuente fue el incremento en la captación, también contribuyó la reducción de la tenencia de títulos fiscales por parte de los intermediarios financieros. Por actividad económica, cerca de 86%⁸⁵ del crédito se concentró en consumo, vivienda, servicios y comercio, hecho que aumenta la exposición del sistema financiero y limita el financiamiento a otras actividades.

A noviembre del 2024, la morosidad de la cartera crediticia del Sistema Financiero Nacional aumentó en comparación con igual mes del año previo. El indicador de morosidad mayor a 90 días y en cobro judicial se ubicó en 2,1% (1,9% en noviembre del 2023). No obstante, el indicador de mora amplia del Sistema Bancario Nacional (que incluye la mora regulatoria, los créditos liquidados y los bienes recuperados) se mantuvo relativamente estable en el 2024, para ubicarse en promedio en 11,5% (Gráfico 19.C)⁸⁶.

⁸³ Según el Reglamento sobre Administración Integral de Riesgos (Acuerdo Sugef 2-10), a partir de enero del 2023 el deudor de un crédito en moneda extranjera califica como “sin exposición a riesgo cambiario” si dispone de una cobertura natural o financiera contra ese riesgo, que debe cubrir al menos el 100% del servicio del crédito. La cobertura natural ocurre cuando el deudor tiene un flujo regular de ingresos en la misma moneda de la(s) operación(es), en tanto que la financiera ocurre si dispone de un derivado financiero para cubrirla.

⁸⁴ Dicha proporción pasó de 58,4% en noviembre del 2023 a 66,6% en igual mes del 2024.

⁸⁵ En octubre del 2024, el crédito en colones se concentró en las actividades de consumo (43,5%) y vivienda (28,8%), mientras que en dólares fue en servicios (27,0%), vivienda (24,0%) y comercio (13,8%).

⁸⁶ El indicador de mora amplia se ubicó en febrero del 2020 (mes previo a la declaratoria de la pandemia en Costa Rica) en 11,3%.

Capítulo 2

Acciones de política del BCCR

“El buen funcionamiento de ese organismo, pues, constituye la principal garantía económica que necesita el pueblo. Por eso, el primer artículo de mi moción dice así: “Habrá un organismo técnico encargado de la regulación del numerario con ajuste a la ley de la moneda. Me parece que esta institución debe figurar separadamente en la Carta”.

Diputado Juan Trejos Quirós, página 3 del Acta 131.

CAPÍTULO 2. ACCIONES DE POLÍTICA DEL BCCR

Entre enero del 2024 y enero del presente año, la Junta Directiva del BCCR redujo el nivel de la TPM en cinco ocasiones, por un acumulado de 200 p.b. para ubicarla en 4,0% a partir del 18 de octubre pasado. Estas decisiones, que se sustentaron en el análisis del comportamiento reciente de la inflación y de la trayectoria de los pronósticos de inflación y de sus determinantes macroeconómicos, así como de la valoración de los riesgos que condicionarían la proyección de inflación, permitieron ubicar a la TPM en el rango de neutralidad de la política monetaria.

En el 2024 y lo transcurrido del año en curso, el sistema financiero nacional ha presentado una condición holgada de liquidez. Esos excesos han estado contenidos en instrumentos del BCCR, mayoritariamente en operaciones de muy corto plazo en el Mercado integrado de liquidez (MIL) y bajaron de manera significativa en lo transcurrido del presente año, por la cancelación prevista de buena parte del crédito, concedido por el BCCR al sistema financiero, para mitigar los efectos de la pandemia.

Esa liquidez se ha originado, en buena medida, en el efecto expansivo asociado a la compra de divisas efectuada por el BCCR, la cual se dio en un contexto de un mercado privado de cambios más superavitario.

2.1. Tasa de política monetaria

El Banco Central ejecuta su política monetaria sobre la base de un esquema de meta de inflación, en el que utiliza la TPM como el principal instrumento para controlar la inflación.

Con cambios en el nivel de la TPM establece su postura de política y procura influir en el comportamiento de las expectativas de inflación, al tiempo que busca controlar las presiones de demanda agregada.

Entre el 18 de enero del 2024 y el 23 de enero del 2025⁸⁷, la Junta Directiva redujo la TPM en cinco ocasiones, por un acumulado de 200 p.b.: 25 en la reunión de política monetaria del 18 de enero del 2024, 50 en las reuniones del 21 de marzo y del 25 de abril, 50 en la reunión del 19 de setiembre y 25 p.b. en la del 17 de octubre.

Esas reducciones formaron parte de un proceso, gradual y ordenado, de ajuste a la baja en dicho indicador iniciado el 15 de marzo del 2023 y que ha ubicado a la TPM en el rango de neutralidad de la política monetaria. Entre esta última fecha y enero del 2025, la disminución acumulada de la TPM fue de 500 p.b., con lo cual se ubicó en 4,0% anual.

En las reuniones de diciembre pasado y enero del año en curso⁸⁸, la Junta Directiva del BCCR consideró que, dados los rezagos en la transmisión de la política monetaria, era prudente dar espacio para que las tasas de interés activas para algunas actividades terminen de incorporar las reducciones recientes en la TPM, por lo cual decidió mantener sin cambio el nivel de la TPM (4,0%). Estas decisiones se sustentaron en el análisis de la

⁸⁷ En este lapso hubo 9 reuniones de política monetaria.

⁸⁸ Reuniones de política monetaria del 19 de diciembre del 2024 y del 23 de enero del 2025.

coyuntura económica local e internacional y del comportamiento prospectivo de la inflación y sus determinantes, así como el efecto sobre estas variables del aumento en la incertidumbre.

Particularmente, de los argumentos que fundamentaron la última decisión destaca lo siguiente:

1. Crecimiento económico mundial estimado para el bienio 2025-2026 (3,3% anual) similar al del año anterior, acompañado de un proceso desinflacionario y de relajación de la política monetaria más lento de lo previsto meses atrás, por lo cual las tasas de interés internacionales permanecerían altas por más tiempo.
2. Crecimiento alto de la actividad económica nacional (4,5% interanual según el Índice Mensual de Actividad Económica de noviembre del 2024, y promedio anual de 4,3%). Consecuente con lo anterior, el mercado laboral muestra tasas de desempleo inferiores al promedio histórico, tasas de ocupación y participación al alza y crecimiento real de los salarios.
3. La inflación general en diciembre pasado (0,8%) fue la mayor tasa interanual en los últimos 19 meses, y es poco probable que la inflación general retorne a valores negativos. Por otra parte, la inflación subyacente en ese mes se ubicó en 0,9%, lo que señala la ausencia de presiones inflacionarias de demanda agregada, inferiores a la meta.
4. Las expectativas de inflación a 12 y 24 meses permanecen dentro del rango definido alrededor de la meta de inflación y los modelos de proyección del BCCR sugieren el ingreso de la inflación general y subyacente al rango de tolerancia hacia el tercer trimestre del 2025.

Dada la reducción de 500 p.b. en la TPM entre marzo del 2023 y octubre del 2024, así como el comportamiento de las expectativas de inflación, se estima que la TPM se ha ubicado en el rango de neutralidad de la política monetaria.

Lo anterior, junto con los rezagos que existen en la transmisión de la política monetaria, llevaron a la Junta Directiva a considerar que era prudente dar el espacio necesario para que las tasas de interés activas para algunas actividades terminen de incorporar las reducciones antes comentadas en la TPM. Al respecto, cabe señalar que, según el estudio realizado por el BCCR en Barquero-Romero, J. (2024)⁸⁹, sobre la transmisión de los cambios en la TPM a las tasas de interés del sistema financiero muestra que el traspaso es incompleto y heterogéneo entre actividades económicas (Recuadro 2).

A partir del análisis prospectivo realizado, la Junta Directiva dispuso mantener el nivel de la TPM en 4,0% anual y reiteró su compromiso con una inflación baja y estable, de manera que realizará los cambios necesarios en la TPM, de forma oportuna y en la dirección que corresponda, cuando las condiciones macroeconómicas y la valoración de los riesgos lo requieran.

⁸⁹ Barquero-Romero, J. (2024). La transmisión de la tasa de política monetaria en Costa Rica, 2018 a 2024. Documento de Investigación Nota Técnica 06-2014 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

Por último, es importante señalar que el BCCR considera relevante mantener una comunicación permanente con la ciudadanía, con el fin de presentar su posición sobre la evolución de la economía nacional y, especialmente, hacer del conocimiento público la estrategia de política monetaria empleada para tratar de ubicar la inflación en un nivel congruente con la meta. En esa línea, a lo largo del 2024 y en lo transcurrido del presente año, el Banco ha realizado conferencias de prensa para explicar sus decisiones de política monetaria y para presentar el Informe de Política Monetaria. Además, ha participado en forma activa en las redes sociales y recientemente habilitó un “podcast” denominado Enfoque Central que se puede consultar en la plataforma “*Spotify*”.

Recuadro 2. Transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas activas en Costa Rica, 2018 -2024

En el contexto del esquema de meta de inflación⁹⁰, la Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco Central de Costa Rica (BCCR) para conducir su política monetaria. Por tanto, es necesario que las modificaciones en este indicador se transmitan al resto de tasas de interés de la economía, que son las que inciden en las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes económicos. Un aumento en la TPM reduciría la demanda agregada y, en última instancia, disminuiría la inflación, variable objetivo de esta política, en tanto que una disminución tendría el efecto opuesto (estimula la demanda agregada lo que eventualmente presionaría la inflación al alza).

En este recuadro se resumen y actualizan algunos de los resultados del análisis realizado por el BCCR en el 2024 sobre la intensidad y velocidad con la cual los cambios en la TPM se transmiten hacia las demás tasas de interés de la economía⁹¹. Para la estimación se utilizaron modelos de vectores de corrección de errores (VECM, por sus siglas en inglés) en los que cada tasa de interés activa se explica solo como función de la TPM. Cuando dos o más variables tienen una relación estable a largo plazo, el VECM permite estimar dicha relación y analizar cómo las variables se ajustan a ella cuando se desvían en el corto plazo. Adicionalmente, se utiliza este modelo para aproximar el tiempo necesario para que el traspaso estimado se complete⁹².

Para estimar el modelo se utilizaron datos semanales de las tasas de interés activas en moneda local de mercado (aquellas efectivamente aplicadas a los créditos) desde la primera semana del 2018⁹³ hasta la primera semana de diciembre del 2024⁹⁴. Estas tasas las calcula el BCCR a partir de datos proporcionados por las entidades financieras supervisadas por Sugef, y es posible agruparlas tanto por actividad económica como por tipo de entidad: cooperativas, financieras, mutuales y bancos ya sean públicos o privados, que en conjunto conforman las Otras sociedades de depósito (OSD). En este recuadro, se hará referencia al traspaso hacia las tasas activas de las OSD en general y hacia la de los bancos (públicos o privados) en particular.

Es importante recalcar que el análisis se enmarca en un período en el que el BCCR utilizó la TPM de forma muy activa. Desde finales del 2019 el BCCR inició un proceso de relajamiento de la política monetaria que se profundizó durante el 2020, con el fin de contrarrestar los efectos negativos de la menor actividad económica, hasta alcanzar el nivel histórico más bajo de la TPM. Posteriormente, a partir de los últimos meses del 2021 y durante el 2022, el BCCR incrementó la TPM de manera acelerada para contrarrestar el efecto de choques inflacionarios asociados, entre otros, al rápido incremento de la demanda posterior a la pandemia, a la

⁹⁰ Adoptado oficialmente en enero del 2018.

⁹¹ Barquero (2024). La transmisión de la tasa de política monetaria en Costa Rica, 2018-2024. Este estudio abarcó el periodo que va desde la primera semana de enero de 2018 hasta la última de setiembre de 2024.

⁹² Hendry, D. (1995) Dynamic Econometrics. Oxford University Press, United Kingdom. pp. 211-217, 286-288.

⁹³ Los indicadores Tasa activa negociada y Tasa pasiva negociada son calculados y publicados por el BCCR desde enero del 2018.

⁹⁴ La metodología de cálculo de las tasas activas negociadas consiste en un promedio ponderado de las tasas de interés activas de todas las operaciones de crédito formalizadas durante la semana, entre los deudores y los distintos grupos de intermediarios financieros que conforman las otras sociedades de depósito (OSD, son las sociedades y cuasi sociedades financieras residentes, excepto el Banco Central, cuya actividad principal es la intermediación financiera). La ponderación se basa en el monto de cada transacción según la actividad económica correspondiente.

guerra entre Rusia y Ucrania y el aumento en los costos internacionales de transporte marítimo. Finalmente, a partir de marzo del 2023 y hasta la actualidad, el BCCR ha movido su política monetaria hacia condiciones cada vez menos restrictivas, dado que la inflación se ha reducido y desde mayo de 2023 se ubica por debajo del rango de tolerancia alrededor de la meta.

Los estudios previos sobre la transmisión de la política monetaria para el caso de Costa Rica⁹⁵ encontraron que el traspaso no es unitario para la mayoría de las tasas de interés, pero que la velocidad de dicho traspaso se ha incrementado con el tiempo. Además, se determinó que existen diferencias en el traspaso tanto en función de la naturaleza del banco (público o privado) como en el tipo de tasa de interés (activa o pasiva).

Resultados

El cuadro 2.1 muestra el coeficiente de traspaso de la TPM hacia las tasas activas de las OSD y hacia la tasa básica pasiva (TBP⁹⁶). El coeficiente es la medida, en puntos base (p.b.), en que una tasa de interés responde ante un cambio de 100 p.b. en la TPM.

De los resultados mostrados se concluye que el rango del traspaso en las tasas activas oscila entre 12 p.b. (actividades inmobiliarias) y 52 p.b. (construcción) por cada 100 p.b. de variación en la TPM. Los coeficientes estimados son estadísticamente significativos para la mayoría de las tasas (TBP, agricultura, industria, construcción, actividades inmobiliarias, comercio, transporte, servicios de turismo, otras actividades y activa negociada).

En el mismo cuadro se muestra el tiempo, en semanas, que tarda en completarse ese traspaso. Por ejemplo, en el caso de la TBP el coeficiente estimado de traspaso es de 40 p.b., por lo que el tiempo que se presenta corresponde al número de semanas que tarda en completarse el cambio de 40 p.b. en la TBP. Este indicador se conoce como la velocidad de traspaso. En este análisis se observa que el tiempo de traspaso varía entre 13 semanas (aproximadamente 3 meses) para la TBP y comercio, y hasta 26 semanas (6 meses) para la tasa de otras actividades.

Cuadro 2.1 Otras sociedades de depósito. Coeficiente de transmisión de la TPM a las tasas activas y velocidad de ajuste^{1/}
Periodo 2018-2024

Actividades	Traspaso (en puntos porcentuales)	Velocidad (en semanas)
TBP	0,40 ***	13
Agricultura	0,44 ***	15
Industria	0,51 ***	10
Construcción	0,52 ***	25
Actividades inmobiliarias	0,12 ***	20
Comercio	0,30 ***	13
Transporte	0,46 ***	22
Servicios de turismo	0,37 ***	16
Otras actividades	0,31 ***	26
Activa negociada (TAN)	0,49 ***	16

⁹⁵ Estos estudios abarcaron un periodo de flexibilidad cambiaria creciente; es decir, la transición desde un régimen de banda cambiaria hasta flotación administrada. En Barquero (2024) se presenta una recopilación de estas investigaciones.

⁹⁶ Se incluye la tasa básica pasiva (TBP) en el análisis, ya que, a pesar de ser un indicador del costo de las captaciones, es utilizada como referencia para un porcentaje importante de los créditos con tasa variable en el sistema financiero (Barquero y Orane, 2015). Así, mientras la TBP captura el efecto de movimientos de la TPM sobre la tasa de interés de los créditos vigentes (aprobados en periodos previos), la tasa activa negociada (TAN) refleja el comportamiento de las tasas de interés de los nuevos créditos.

¹Nivel de significancia: 0,01%=***. No se muestran los resultados para tasas de consumo, con y sin tarjeta, puesto que no son significativos al 10%.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica.

En el cuadro 2.2 se presentan las estimaciones por estructura de propiedad de los bancos, públicos y privados. En la mayoría de las actividades el traspaso es más fuerte en los bancos privados que en los públicos, con excepción de las tasas de interés para construcción y para otras actividades.

Cuadro 2.2 Bancos públicos y privados. Coeficiente de transmisión de la TPM a las tasas activas¹ Periodo 2018-2024

Actividades	Bancos Públicos	Bancos Privados
Agricultura	0,32 ***	0,68 ***
Industria	0,32 ***	0,68 ***
Construcción	0,33 ***	0,17 ***
Actividades inmobiliarias	0,16 ***	-0,07
Comercio	0,22 ***	0,61 ***
Transporte	0,39 ***	0,71 ***
Servicios de turismo	0,31 ***	0,46 ***
Otras actividades	0,76 ***	0,28 **
Activa negociada (TAN)	0,27 ***	0,79 ***

¹Nivel de significancia: 0,01%=***, 0,05=**. No significativo al 10%= -. No se muestran los resultados para tasas de consumo, con y sin tarjeta, puesto que no son significativos al 10%.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica.

Un resultado adicional que surge de este análisis es que, al examinar los coeficientes de traspaso hacia las tasas relacionadas con el consumo, con y sin tarjeta de crédito, estos no son estadísticamente significativos. Por tanto, no se puede afirmar que existe transmisión de la TPM hacia dichas tasas. Dado que la cartera de consumo representa, en promedio, el 25% de la cartera total del sistema bancario y 33% de la del sistema financiero, y en buena parte está denominada en moneda nacional. Lo anterior limita la transmisión de la política monetaria y, por tanto, constituye un desafío para su efectividad.

En el cuadro 2.3 se presentan los coeficientes de traspaso de largo plazo de la TPM hacia las tasas de interés de las diferentes actividades económicas para dos intervalos de tiempo específicos.

El primer intervalo corresponde al periodo entre diciembre del 2021 y febrero del 2023 en el cual, en respuesta al rápido incremento en el nivel de precios local y las expectativas de inflación, la TPM se ajustó fuertemente al alza de forma oportuna.

El segundo período abarca de diciembre del 2022 a la primera semana de diciembre del 2024, periodo en el que, debido a la reducción en los indicadores de inflación, la política monetaria se tornó menos restrictiva, con disminuciones paulatinas en la TPM. Esta división de períodos se basa en la dirección de los cambios de la TPM y permite evaluar de forma sencilla si las tasas de interés de mercado reaccionan diferente, en términos de la magnitud y velocidad del traspaso, ante reducciones y ante aumentos en la TPM⁹⁷.

⁹⁷ Existe un período de pausa en los incrementos de la TPM antes de las primeras reducciones entre diciembre 2022 y febrero 2023. Este período se incluye en ambas muestras ya que en ese momento no era clara la dirección de los cambios futuros. Adicionalmente, se realizan estimaciones con diferentes muestras, ya sea que incluyan o excluyan ese período, y los resultados no son estadísticamente diferentes.

Cuadro 2.3 Otras sociedades de depósito. Estimaciones del coeficiente de traspaso para períodos seleccionados¹

Actividades	De 12/2021 a 02/2023		De 12/2022 a 12/2024	
	Coeficiente	Velocidad	Coeficiente	Velocidad
TBP	0,44	13	0,54	14
Agricultura	0,60	12	0,52	18
Industria	0,78	7	0,55	12
Construcción	0,51	25	0,18	26
Actividades Inmobiliarias	0,32	17	0,26	22
Comercio	0,62	12	0,47	13
Transporte	0,44	21	0,41	22
Servicios de Turismo	0,57	14	0,32	17
Otras Actividades	0,77	26	0,34	26
Activa Negociada (TAN)	0,52	14	0,14	17

¹ Nota: todos los coeficientes son significativos al 1%.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los resultados muestran que, en general, la transmisión de la TPM hacia las tasas activas del grupo de intermediarios que conforman las OSD es menor ante reducciones en la TPM (período de 12/2022 a 12/2024) que ante incrementos (período de 12/2021 a 02/2023), mientras que en el caso de la TBP ocurre lo contrario⁹⁸. Además, la velocidad de la transmisión es mayor ante aumentos en la TPM que ante reducciones.

Este resultado coincide con lo evidenciado por estudios anteriores (Barquero-Romero, Loaiza-Marín y Mendoza-Fernández, 2021), los cuales indican que, ante aumentos en la TPM la transmisión es mayor hacia las tasas activas y ante reducciones en ese indicador la transmisión es mayor hacia las tasas pasivas, movimientos que tenderían a aumentar el margen de intermediación financiera.

Conclusiones

En este recuadro se presentaron los resultados del traspaso de la TPM hacia las tasas activas que ofrecen las Otras sociedades de depósito (OSD) en general, y los bancos, públicos y privados, en particular. En este estudio, la principal novedad es que se utilizaron datos semanales de las tasas de interés efectivamente otorgadas por los intermediarios financieros a sus clientes, que están disponibles desde enero del 2018.

En general, se concluye que el traspaso de la TPM hacia las tasas de interés activas de las OSD es incompleto y heterogéneo entre actividades económicas. En promedio la transmisión ronda los 50 p.b. por cada 100 p.b. de cambio en la TPM, y se alcanza transcurridas 16 semanas, aproximadamente 4 meses. Si se compara con los resultados de estudios que utilizaron información previa al 2018 (Barquero y Cendra, 2020), la velocidad de la transmisión es ahora mayor⁹⁹.

⁹⁸ Por su parte la TAN y la tasa para consumo no muestran resultados significativos.

⁹⁹ En este caso la información utilizada correspondía a tasas anunciadas, con periodicidad mensual y agregadas según tipo de banco (públicos o privados).

Además, otra característica del proceso de transmisión de la TPM es la asimetría. En periodos de ajustes al alza en la TPM, la transmisión de la señal de política es mayor y se manifiesta con mayor velocidad que durante periodos de reducciones en este indicador.

Cuando se analiza este fenómeno por grupo de bancos, se observa que la transmisión de la TPM hacia las tasas activas es mayor en los bancos privados que en los bancos públicos.

Por último, no se encontró evidencia estadísticamente significativa para afirmar que cambios en la TPM se transmitan a las tasas de interés para el consumo (con o sin tarjetas de crédito). Este resultado es importante para el BCCR, ya que representa una limitación en la efectividad de la TPM (su principal instrumento de política) para el control de la inflación, puesto que la señal que envía no llega a un porcentaje elevado del mercado crediticio.

Los resultados sobre el proceso de transmisión de la TPM a las tasas activas en Costa Rica comentados anteriormente son reflejo de algunas de las características de la organización industrial en el sistema financiero costarricense, que limitan un proceso más competitivo de formación de precios, en este caso, tasas de interés.

Referencias

- Barquero-Romero, J. (2024) la transmisión de la tasa de política monetaria en Costa Rica, 2018 a 2024. Documento de Investigación Nota Técnica 06-2024 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.
- Barquero-Romero, J. & Cendra-Villalobos, L. (2020). Traspaso de la tasa de política monetaria en Costa Rica de 2000 a 2018. Documento de Investigación DI-01-2020 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.
- Barquero-Romero, J., Loaiza-Marín, K. & Mendoza-Fernández, L. (2021). Evidence of Incomplete Monetary Policy Transmission in a Non-Competitive Banking Sector: The Case of Costa Rica. Documento de Investigación DI-04-2021 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.
- Barquero-Romero, J. & Orane-Hutchinson, A. (2015) El orden de propagación de cambios en la tasa de política del Banco Central sobre las tasas de interés del sistema financiero en Costa Rica. Documento de Investigación DI-03-2015 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.
- Hendry, D. (1995) Dynamic Econometrics. Oxford University Press, United Kingdom. pp. 211-217, 286-288.

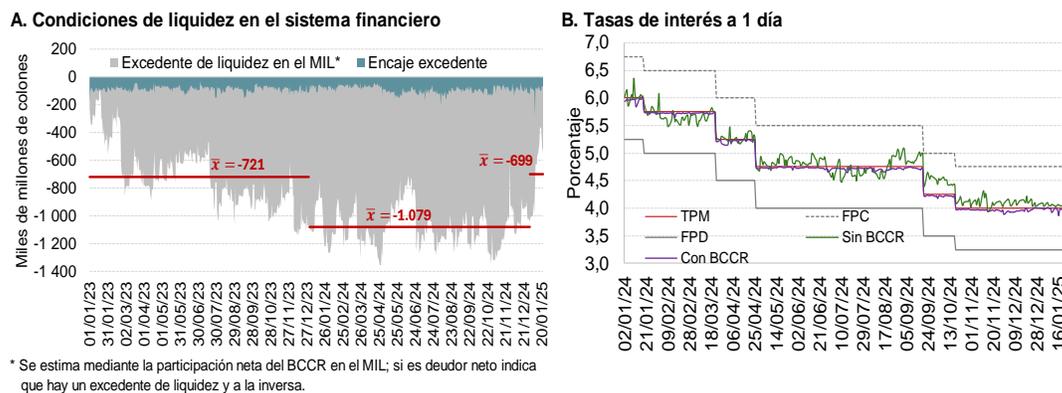
2.2 Gestión de la liquidez de la economía

El excedente promedio diario de liquidez en el sistema financiero, medido con base en la captación neta del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), ascendió durante el 2024 a ₡1.079,0 miles de millones (₡720,8 miles de millones un año atrás) y, particularmente en los primeros 22 días de enero del presente año ese promedio fue de ₡699,0 miles de millones (Gráfico 20.A).

El comportamiento de la liquidez en el 2024 y en lo que transcurre del 2025 fue determinado mayormente, por el efecto monetario resultante de la compra neta de divisas del BCCR (equivalente a ₡1.012,6 miles de millones) y del pago de intereses sobre su deuda (alrededor de ₡300 mil millones¹⁰⁰). Estos efectos fueron esterilizados, en buena medida, mediante la colocación de bonos de estabilización monetaria, cuyo saldo al 22 de enero último aumentó en ₡937,7 miles de millones con respecto al término del 2023 y, la cancelación de la facilidad de crédito concedida por el BCCR en respuesta a los efectos económicos de la pandemia¹⁰¹, concentrada en enero del año en curso.

Las tasas de interés del MIL a un día plazo se han ajustado a las disminuciones de la TPM. Al 22 de enero del presente año, el indicador de tasas de interés que incluye las operaciones del BCCR registró una brecha con respecto a la TPM de 3 p.b. mientras que la brecha asociada al indicador que las excluye fue de 12 p.b. (Gráfico 20.B). Esta última brecha se amplió a partir de la segunda quincena de agosto debido, principalmente, a cambios en la posición neta de algunos bancos públicos y privados que presionaron al alza las tasas de interés; no obstante, en enero las mismas entidades contribuyeron a disminuir nuevamente la brecha.

Gráfico 20. Indicadores del MIL en colones



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁰⁰ De los cuales ₡248,0 miles de millones correspondieron a los bonos de estabilización monetaria.

¹⁰¹ En setiembre del 2020 el BCCR autorizó una facilidad especial y temporal de crédito para los intermediarios financieros, con el fin de que estos canalizaran los recursos a mitigar los efectos económicos de la pandemia sobre hogares y empresas. El crédito se otorgó a una tasa de 0,8% y a plazos de 2 y 4 años (concentrada en este último plazo) y ascendió a ₡826.355 millones. Al término del 2024 su saldo fue de ₡528.272 millones y para enero del 2025 los pagos contractuales son de ₡420.327 millones.

Adicionalmente, en el comportamiento de la liquidez en el 2024 y lo transcurrido del presente año, destaca lo siguiente:

1. El incremento en el saldo promedio de depósitos del Gobierno en el BCCR (€170,0 miles de millones de finales del 2023 al 22 de enero último). Esta cuenta registra cambios significativos ante movimientos de deuda, recaudación de impuestos y, más recientemente, la implementación gradual de la Ley de Manejo Eficiente de la Liquidez.
2. La disposición tomada por la Junta Directiva del BCCR (artículo 8 del acuerdo 6121-2023 del 25 de mayo del 2023) que obliga a las entidades financieras sujetas al requerimiento de reserva de liquidez a constituirlo en depósitos en el MIL a 28 días plazo o más¹⁰² (vigente a partir de enero del 2024) y que, además, establece que las cooperativas de ahorro y crédito supervisadas deben cumplir con el requerimiento de encaje mínimo legal¹⁰³ (a partir de abril del 2024).

Por lo anterior, de finales del 2023 al 22 de enero del 2025 el saldo en depósitos en el MIL por concepto de reserva de liquidez aumentó en €138.546 millones¹⁰⁴ y el de las cuentas de fondos de cooperativas en el BCCR en €55.640 millones.

3. De la segunda quincena de noviembre del 2024 en adelante, la reducción del excedente de liquidez estuvo influida, además de los movimientos en los depósitos de Gobierno, por el incremento en la demanda de numerario por efecto estacional (en noviembre, diciembre y enero)¹⁰⁵ y por los vencimientos de la facilidad especial de crédito.

Particularmente, en los primeros 22 días de enero último el saldo de esa facilidad de crédito bajó en €397.609 millones. Las operaciones vigentes vencerán en lo que resta del primer trimestre de este año, lo cual implicará una contracción adicional de liquidez por €130.664 millones.

El 9 de setiembre del 2024, el BCCR habilitó nuevamente las subastas en el MIL a 7 días plazo y a partir del 7 de octubre las de 14 días plazo. Al 22 de enero del año en curso el saldo de estos dos instrumentos fue de €49.200 millones y €51.880 millones, a 7 y 14 días plazo respectivamente.

El gráfico 21 muestra los montos diarios convocados y el porcentaje de asignación (en promedio 41,7% a 7 días y 45,7% a 14 días). En general, estos instrumentos han tenido buena aceptación por parte de las entidades financieras.

¹⁰² Según lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley 7558, las asociaciones solidaristas y las cooperativas de ahorro y crédito, que el BCCR exima del encaje deben cumplir con una reserva de liquidez, en un porcentaje igual al aplicado para el encaje y en las condiciones que defina la Junta Directiva del BCCR.

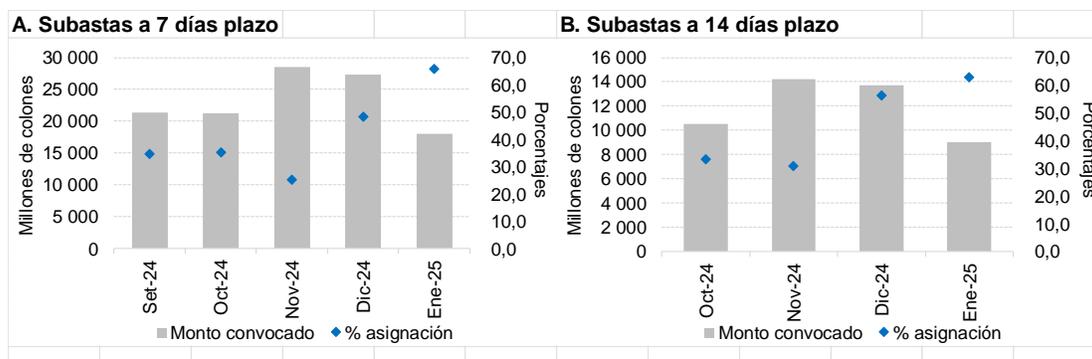
¹⁰³ El BCCR dispuso incrementar el porcentaje de EML gradualmente; en abril de 2024 se aplicó un 1,5% de EML y seis meses después el 3,0%.

¹⁰⁴ De lo cual, 69,4% correspondió a asociaciones solidaristas y el resto a cooperativas de ahorro y crédito.

¹⁰⁵ La demanda por numerario a finales de diciembre aumentó €189.309 millones con respecto al 31 de octubre (13,3%) y buena parte de ese aumento, al ser estacional, se reversó en enero de 2025 (caída de €151.457 millones en los primeros 22 días del mes, es decir, de 9,4% con respecto a diciembre pasado).

Finalmente, tanto en el 2024 como en lo transcurrido del actual año el BCCR no participó en los mercados de recompra de títulos administrados por la Bolsa Nacional de Valores y en el mercado secundario compró títulos propios por USD 49 millones.

Gráfico 21. Subastas de ODL de contracción a más de 1 día



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.3. Participación del BCCR en el mercado cambiario

En el 2024, el BCCR mantuvo una participación como demandante neto en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex). Pese a ello, las condiciones del mercado propiciaron una apreciación nominal del colón de 2,38%.

En el 2024 el superávit de las operaciones del mercado privado de cambios (conocido como “ventanillas”)¹⁰⁶ fue de USD 6.887,3 millones¹⁰⁷, menor en USD 475,4 millones al del año previo. Este resultado permitió al BCCR realizar compras netas en Monex por USD 5.709 millones¹⁰⁸, las cuales se emplearon para incrementar el blindaje financiero del país en USD 2.305,3 millones (operaciones propias), cubrir los requerimientos netos contemporáneos del Sector Público no Bancario (SPNB) por USD 3.193,3 millones y USD 220,0 millones para atender requerimientos futuros (para este fin había acumulado USD 160,0 millones en el 2023). El BCCR también vendió USD 9,9 millones por estabilización.

Como resultado de las condiciones del mercado, la moneda nacional registró una apreciación nominal de 2,38%. Al término del año, el tipo de cambio promedio ponderado de Monex fue de ₡ 511,27, menor al observado a finales del 2023 (₡ 523,46). La mayor caída del tipo de cambio ocurrió en el primer trimestre, efecto que se revirtió en parte, en el segundo trimestre. Posteriormente dicho indicador retomó la tendencia a la baja, pero en forma más moderada que a inicios del año (Gráfico 22).

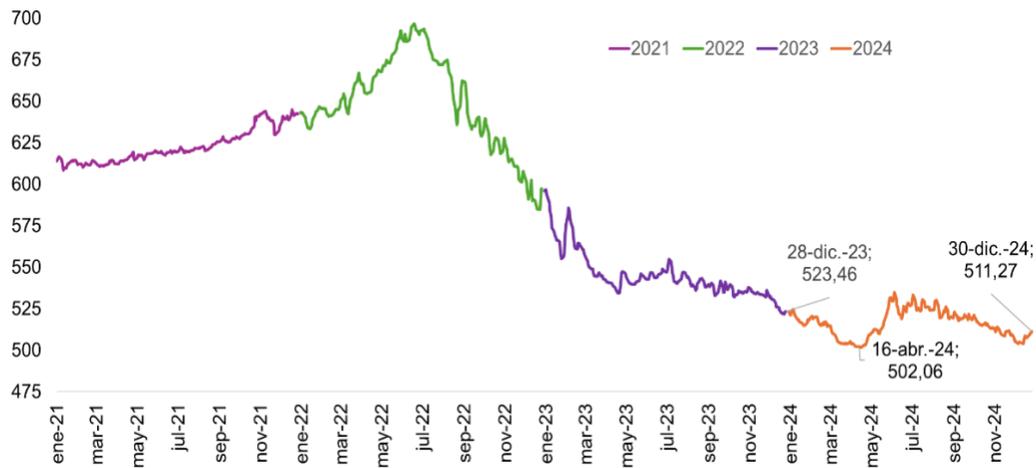
¹⁰⁶ Operaciones del público con los intermediarios cambiarios.

¹⁰⁷ Según la información proporcionada por los intermediarios cambiarios, en el lapso abril-diciembre 2024, los movimientos de divisas más importantes, tanto de demanda como de oferta, fueron canalizados por las unidades productoras del régimen definitivo con un 67,9% y 51,6% del total, respectivamente. No obstante, quien explicó el 93,6% del superávit fue el régimen especial (zona franca y perfeccionamiento activo). En la oferta de divisas, por actividad económica, destacaron las actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y de apoyo en tanto que en la demanda sobresalió el comercio, y la reparación de vehículos.

¹⁰⁸ Durante el 2024 se realizaron negociaciones en Monex por un monto de USD 9.579 millones. La participación de demanda neta del BCCR representó un 60% del total transado en dicho mercado.

Gráfico 22. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex

Colones por USD



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La participación del BCCR en el mercado cambiario, en conjunto con los ingresos por intereses de los activos que constituyen las RIN (*USD 526,5 millones*) y el incremento de depósitos de entidades financieras¹⁰⁹ (*USD 274,5 millones*) explicaron, en su mayoría, el aumento de *USD 952 millones* en el saldo de las reservas internacionales netas del BCCR con respecto al 2023.

Al término de diciembre del 2024, el saldo de las reservas internacionales netas ascendió a *USD 14.171 millones*, lo que representó 144,6% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva y un equivalente de 14,9% del PIB estimado en el informe de octubre pasado. En términos de otros indicadores estadísticos es equivalente a 8,5 meses de las importaciones de bienes del régimen definitivo del 2024 y 1,5 veces la base monetaria en sentido amplio.

¹⁰⁹ Incluye sociedades de depósito distintas de BCCR, puestos de bolsa y otras entidades financieras

Capítulo 3

Proyecciones y acciones de política

“En ningún caso recurrirá el Estado a efectuar negociación alguna capaz de perturbar la regulación del numerario y de alterar el valor de la moneda establecido por la ley”.

Artículo propuesto por Juan Trejos Quirós, página 4 del Acta 131.

CAPÍTULO 3. PROYECCIONES Y ACCIONES DE POLÍTICA

A continuación, se presentan las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2025-2026¹¹⁰ y los riesgos, cuya materialización condicionaría su realización.

Los organismos financieros internacionales estiman que en el bienio 2025-2026 la economía mundial registraría un crecimiento moderado, prácticamente igual a lo previsto en el IPM de octubre del 2024. Además, prevén que la inflación global continuaría la senda decreciente y convergería a los objetivos fijados por los bancos centrales, en forma más pronta en las economías avanzadas.

La economía nacional crecería 4,0%, en promedio, durante el bienio 2025-2026 (4,1% en el primero de estos años y 4,0% en el segundo). Si bien ello significa una moderación con respecto al crecimiento estimado para el 2024 (4,3%), esas tasas son altas en relación con las previstas para los principales socios comerciales del país. El aumento en la producción sería impulsado principalmente por la demanda interna.

El déficit de la cuenta corriente se ubicaría en el bienio 2025-2026, en promedio, en 1,5% del PIB, similar al resultado del 2024, pero particularmente para el 2025 sería menor en 0,2 p.p. a lo previsto en el informe de octubre pasado. Al igual que en años previos, ese déficit sería más que cubierto con ahorro externo de largo plazo.

Las proyecciones fiscales para el bienio 2025-2026 suponen mejores resultados (mayor superávit primario y menor déficit financiero) en comparación con el 2024, lo cual mantiene el compromiso de las autoridades fiscales con el objetivo de lograr la sostenibilidad de la deuda del gobierno central.

Las proyecciones presentadas en este informe están sujetas a riesgos que, de materializarse, desviarían la inflación de la trayectoria central. En esta ocasión, los riesgos están sesgados a la baja.

3.1 Proyecciones para la economía internacional

El crecimiento económico mundial estimado para el 2025-2026, si bien similar al del año previo, es considerado como modesto por parte de los organismos internacionales. Este crecimiento se daría en un entorno de mayor incertidumbre y de un proceso de desinflación que se ha desacelerado; por tanto, las previsiones contemplan tasas de interés internacionales más altas de lo previsto en el IPM de octubre pasado.

En sus publicaciones de enero del 2025, en términos generales, los organismos internacionales mantuvieron su estimación de crecimiento económico para el bienio 2025-2026 (Gráfico 23 y Cuadro 3) con respecto a lo publicado en sus informes previos. El FMI proyectó un crecimiento medio para el bienio de 3,3%, mientras que el Banco Mundial lo ubicó en torno a 2,7%, en un contexto en el que la inflación se acerca a las metas de los bancos centrales y la flexibilización monetaria gradual apoya la actividad económica, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo.

¹¹⁰ Este informe incorpora la revisión de las proyecciones para el 2025 con respecto a lo previsto para ese año en el informe de octubre pasado e incluye, por primera vez, estimaciones para el 2026.

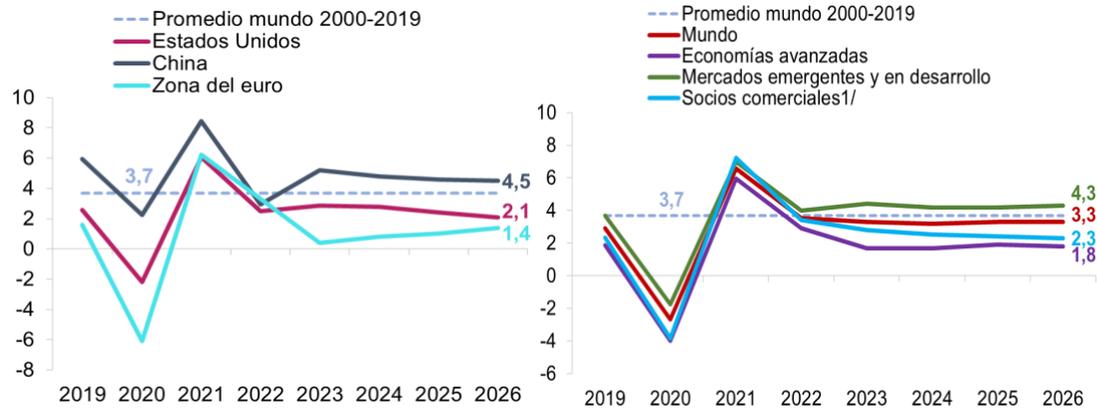
Para los Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, los citados organismos ajustaron al alza sus perspectivas de crecimiento para el 2025, dado la evolución del gasto del consumidor y un mercado laboral más “fuerte” de lo previsto en el 2024; para el 2026 la tasa se moderaría y ubicaría el nivel de actividad económica en torno a su nivel potencial.

El FMI prevé un crecimiento para ese país de 2,7% en el actual año y de 2,1% en el próximo, mientras que para el Banco Mundial esas tasas se sitúan en 2,3% y 2,0% en igual orden.

Estas proyecciones si bien muestran un comportamiento similar a lo estimado por los miembros del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, difieren en magnitud; en su informe de diciembre último la Reserva Federal contempló un crecimiento de 2,2% para el 2025 y de 2,0% para el siguiente año¹¹¹.

Gráfico 23. FMI: proyecciones de crecimiento mundial 2025-2026

Variación anual en porcentajes



¹Crecimiento económico de una muestra de los 15 principales socios del país que representan un 85% de las exportaciones totales, ponderado por el valor de las exportaciones acumuladas a agosto del 2024.

Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Sistema de la Reserva Federal (diciembre 2024), Banco Mundial y FMI (enero 2025).

Para la zona del euro, ambos organismos ajustaron a la baja su estimación para el 2025 y esperan un crecimiento de 1,0%. Esta revisión a la baja es determinada por una actividad más débil de lo previsto a finales del 2024, en especial en el sector manufacturero, así como el aumento de la incertidumbre sobre el panorama político y los efectos de una guerra arancelaria.

Para el 2026 estiman una ligera aceleración que la justifican por una mayor fortaleza de la demanda interna, a medida que se relajan las condiciones financieras, mejora la confianza y se disipa la incertidumbre.

Por el contrario, para China tanto el FMI como el Banco Mundial ajustaron al alza sus previsiones para el 2025, a 4,6% y 4,5%, (desde 4,5% y 4,1%), respectivamente. Esto debido al impulso que daría a la actividad económica las recientes medidas de apoyo anunciadas por las autoridades, comentadas en el capítulo 1 de este informe, y el alto crecimiento de las exportaciones a finales del año pasado. No obstante, prevén que el

¹¹¹ Para el 2025, el valor corresponde al límite superior de la tendencia central, mientras que para el 2026 es la mediana. Los valores provienen de las estimaciones de cada participante del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés).

consumo continúe débil dada la fragilidad tanto del mercado laboral como de la confianza de los consumidores, y la pérdida en la riqueza asociada a la caída en los precios inmobiliarios.

Para el 2026 esperan una ligera desaceleración. De los riesgos asociados a estas perspectivas de crecimiento destacan los relativos a las relaciones comerciales con Estados Unidos.

Para América Latina y el Caribe, a pesar de la desaceleración prevista en las principales economías de la región, ambos organismos estiman que el crecimiento se aceleraría levemente a 2,5% en el 2025 y a 2,7% en el 2026, conforme mejore el desempeño macroeconómico en Argentina (recuperación económica y reducción de la inflación). Los precios de los productos básicos¹¹² incentivarían el esfuerzo exportador de la región.

Cuadro 3. Organismos internacionales: proyecciones de crecimiento económico 2025-2026

Variación interanual en porcentajes

	Fondo Monetario Internacional			Banco Mundial			Sistema de la Reserva Federal		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Mundo	3,2	3,3	3,3	2,7	2,7	2,7	---	---	---
Economías avanzadas	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	---	---	---
Estados Unidos	2,8	2,7	2,1	2,8	2,3	2,0	2,5	2,2	2,0
Zona del euro	0,8	1,0	1,4	0,7	1,0	1,2	---	---	---
Alemania	-0,2	0,3	1,1	---	---	---	---	---	---
Francia	1,1	0,8	1,1	---	---	---	---	---	---
Japón	-0,2	1,1	0,8	0,0	1,2	0,9	---	---	---
Reino Unido	0,9	1,6	1,5	---	---	---	---	---	---
Países emergentes y en vías de desarrollo	4,2	4,2	4,3	4,1	4,1	4,0	---	---	---
China	4,8	4,6	4,5	4,9	4,5	4,0	---	---	---
América Latina y el Caribe	2,4	2,5	2,7	2,2	2,5	2,6	---	---	---
Brasil	3,7	2,2	2,2	3,2	2,2	2,3	---	---	---

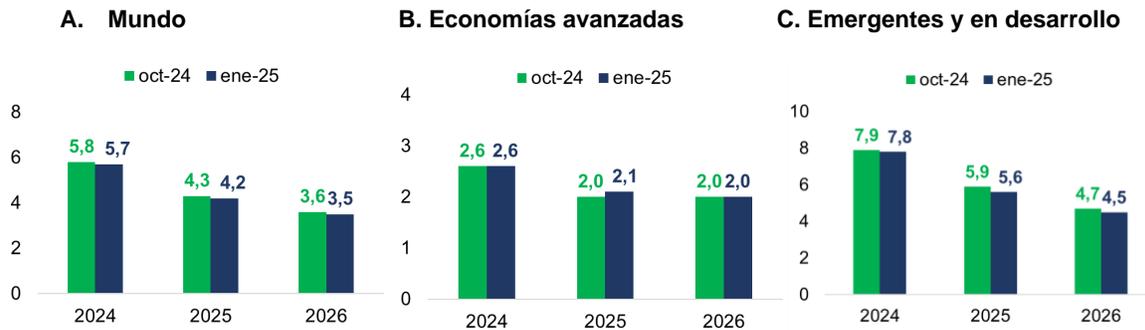
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de Banco Mundial y FMI (enero 2025) y Sistema de la Reserva Federal (diciembre 2024).

En cuanto a la inflación mundial, el FMI espera que continúe a la baja, apoyada por el descenso en los precios de la energía y el efecto sobre la demanda del enfriamiento gradual de los mercados laborales. Los precios al consumidor pasarían de crecer 5,7% en el 2024 a 4,2% en el 2025 y 3,5% en el 2026 (Gráfico 24). Asimismo, prevé la convergencia de la inflación hacia la meta de los bancos centrales más pronto en las economías avanzadas que en las emergentes y en desarrollo.

¹¹² Específicamente, el Banco Mundial, en su informe "Perspectivas económicas mundiales", prevé que los precios de los metales se mantendrán estables, en niveles muy por encima de los anteriores a la pandemia, lo cual respaldaría las inversiones en particular de los metales vinculados a la transición verde. Esto favorecería a países como Chile y Perú. El repunte de la inversión sería menos favorable en los exportadores de energía.

Gráfico 24. FMI: proyecciones de inflación 2025-2026

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con base en el informe "Perspectivas de la economía mundial" del FMI, octubre 2024 y enero 2025.

En cuanto al precio internacional de las materias primas, en este informe se estima para el 2025 un incremento de 2,2% en el precio del barril del petróleo y una caída de 1,3% en el precio de los granos básicos (Cuadro 4), comportamiento que está de acuerdo con lo manifestado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).

La primera entidad¹¹³ estima que en el año en comentario la demanda neta de petróleo aumentaría en 300.000 barriles diarios con respecto al 2024¹¹⁴, lo cual presionaría al alza su precio. De igual modo, para el 2026 proyecta un aumento en la demanda neta, pero por un monto menor (200.000 barriles diarios).

La FAO¹¹⁵ redujo ligeramente su estimación de la producción mundial de cereales para el periodo 2024/2025, debido a revisiones a la baja en maíz (rendimientos inferiores a los previstos en los Estados Unidos y la Unión Europea) y trigo (menor rendimiento en la Unión Europea ante condiciones excesivamente húmedas). Sin embargo, esa sería la segunda producción más alta de la historia y permitiría que la reducción de los precios registrada en el 2024 se prolongue durante el 2025.

Para el 2026, la FAO estima un ligero incremento en el precio de los granos que estaría explicado por la menor expansión de las superficies de siembra en el periodo debido a la reducción de precios esperado para el 2025.

Los principales supuestos del entorno externo se calculan con base en la información disponible a enero del 2025 y, aunque toman en consideración la elevada incertidumbre en torno a las medidas anunciadas por la nueva administración del gobierno estadounidense, no incorporan ningún supuesto sobre sus implicaciones específicas, o posibles cambios de estas, en las variables incluidas.

¹¹³ "OPEC Monthly Oil Market Report", enero 2025.

¹¹⁴ Esto debido a una mayor demanda para transporte (viajes aéreos y por carretera) y el impulso en las actividades industriales, agrícolas y de construcción en los países no pertenecientes a la OCDE.

¹¹⁵ Nota informativa de la FAO sobre la oferta y la demanda de cereales, diciembre 2024.

Cuadro 4. Principales supuestos del entorno externo¹

Variación interanual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones IPM octubre 2024 (en p.p. y USD)	
	2024	2025	2026	2024	2025
Crecimiento mundial	3,2	3,3	3,3	0,0	0,1
Crecimiento Estados Unidos	2,8	2,4	2,1	0,7	0,4
Crecimiento socios comerciales, promedio	2,5	2,4	2,3	0,4	0,2
Inflación mundial (promedio)	5,7	4,2	3,5	-0,1	-0,1
Inflación economías avanzadas (promedio)	2,6	2,1	2,0	0,0	0,1
Inflación economías emergentes (promedio)	7,8	5,6	4,5	-0,1	-0,3
Inflación socios comerciales, promedio	2,4	2,2	2,3	0,0	0,0
Precio de hidrocarburos (USD) ²	90,9	93,0	84,8	-3,1	0,6
Variación %	-9,3	2,2	-8,7	-3,1	4,0
Índice de precios de granos, variación %	-18,5	-1,3	1,0	-0,3	-1,9
Términos de intercambio ³ , variación %	1,5	0,2	0,5	0,5	-0,2
SOFR (a diciembre) ⁴	4,4	4,1	4,0	0,6	1,0

¹Las cifras del 2024 son estimadas, mientras que las del 2025 y 2026 son proyectadas.

²En el caso del precio de hidrocarburos, las diferencias se presentan en USD.

³La proyección del 2025 fue mal consignada en el documento publicado el 30 de enero del 2025; por tanto, el valor de 0,0% fue sustituido por 0,2%

⁴Para el 2024, corresponde a la tasa SOFR Overnight del 31/12/2024, para 2025 y 2026 corresponde a la proyección para la tasa SOFR Overnight, con información de Bloomberg.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Bloomberg y las perspectivas de crecimiento económico del Sistema de la Reserva Federal (diciembre 2024) y del FMI (octubre 2024 y enero 2025).

3.2 Proyecciones para la economía nacional

La economía nacional crecerá en promedio 4,0% durante el bienio 2025-2026, impulsada principalmente por la demanda interna.

Las proyecciones económicas indican una moderación en el crecimiento del PIB en comparación con el 2024; en el 2025 crecería 4,1% y en el siguiente 4,0%. A pesar de la desaceleración, se espera que la economía continúe con tasas de crecimiento relativamente altas, impulsadas por la fortaleza de la demanda interna y el flujo continuo de inversión directa. Sin embargo, factores como tensiones geopolíticas, disputas comerciales globales y fenómenos climáticos extremos, podrían afectar estas proyecciones.

La tasa de crecimiento estimada para el 2025 considera un aumento de 4,2% en la demanda interna, ligeramente inferior a lo estimado para el 2024, pero superior al 4,0% planteado en el informe de octubre del año anterior. Este incremento obedece a una mayor expansión del consumo de los hogares y de la inversión privada. Las exportaciones mantendrán un crecimiento significativo, aunque a un ritmo más lento debido a la desaceleración económica de los principales socios comerciales.

A pesar de la moderación en algunos sectores, dentro de los países miembros de la OCDE, Costa Rica se posicionaría con uno de los crecimientos económicos más altos en el 2025. Para el 2026, se espera una leve desaceleración en la tasa de crecimiento del PIB, con el gasto privado como principal motor de la actividad económica, seguido por el incremento de la inversión.

Según los componentes del gasto, el consumo sería el principal motor del crecimiento estimado para el bienio. Además, influiría en dicho resultado la aceleración en la formación bruta de capital fijo y el crecimiento moderado del consumo del gobierno. La demanda externa y las importaciones se desacelerarían en comparación con el 2024.

Según componentes del gasto destaca lo siguiente (Cuadro 5):

- 1. Consumo.** Se estima un crecimiento de 3,9% en el 2025 y 4,0% en el 2026, impulsado por el aumento del ingreso personal disponible real¹¹⁶. La mayor contribución al crecimiento del consumo se espera en los servicios, seguidos por los bienes no duraderos. En el caso de los bienes duraderos, como vehículos, se anticipa una contención, especialmente en el primer año, debido a la demanda extraordinaria registrada durante el periodo 2023-2024.
- 2. Consumo del Gobierno.** Crecería 0,8% en el 2025. Si bien las entidades públicas dedicadas a las actividades de Administración y Enseñanza Pública continuarían sujetas a la política de contención del gasto, tanto en las remuneraciones como en la compra de bienes y servicios, de acuerdo con lo contemplado en el Presupuesto Nacional, habría una mayor contratación en el Poder Judicial, el Tribunal Supremo de Elecciones y el Ministerio de Seguridad, que contribuiría a la revisión al alza del gasto público en 0,1% con respecto al informe anterior.

Para el 2026 se supone que todas las entidades públicas aplicarán la directriz sobre la contención en las remuneraciones y en la compra de bienes y servicios. En particular, se estima una leve desaceleración en la contratación de nuevas plazas con respecto a lo estimado para el 2025, que implicaría un crecimiento de 0,7% en esta variable.

- 3. Formación bruta de capital fijo.** Se estima una aceleración en la tasa de crecimiento con respecto al 2024 (de 4,3% a 6,8% en el 2025 y a 7,0% en el 2026), relacionada, principalmente, con el aumento de la inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado, orientado a actividades de manufactura y servicios. Por otro lado, las nuevas construcciones privadas¹¹⁷ mostrarían un menor ritmo de crecimiento, pero las construcciones públicas¹¹⁸ mostrarían mayor impulso.

¹¹⁶ En el bienio las proyecciones contemplan un crecimiento promedio del ingreso personal disponible real en el bienio de 3,9%, explicado por el crecimiento de la actividad económica y una ganancia promedio de 0,3% en la relación de precios de intercambio.

¹¹⁷ Según la evolución de los permisos de construcción, se proyecta una tasa moderada en comparación con el año previo (3,5% en el 2024, 2,6% y 2,9% en los siguientes). Este comportamiento responde a un crecimiento contenido en la edificación de viviendas para hogares de ingresos medios y altos, ligeramente compensado por el aumento en la construcción del segmento no residencial.

¹¹⁸ La inversión en obra pública crecería 4,8% y 4,1% en el 2025 y 2026, respectivamente (2,2% en el 2024). En el 2025 estaría determinado por las obras del Programa de Emergencia para la Reconstrucción Integral y Resiliente de Infraestructura, la continuación de la Ampliación de la Ruta Nacional 32, obras de generación eléctrica (en particular Borinquen, el proyecto de energía geotérmica en la Cordillera de Guanacaste) y proyectos viales (Programa de Infraestructura Vial y Promoción de Asociaciones Público-Privadas, II Etapa Programa Red Vial Cantonal CCLIP, Programa de Infraestructura Vial y Movilidad Urbana Conectividad Resiliente).

La menor tasa para el 2026 estaría influida por la conclusión de la Ampliación de la Ruta Nacional 32 y del Programa de Integración Fronteriza, efecto parcialmente compensado por la inversión en proyectos viales asociados al Programa de Infraestructura Vial y Movilidad Urbana Conectividad Resiliente, II Etapa Programa Red Vial Cantonal CCLIP, Programa de Infraestructura de Transporte, el inicio del Proyecto de Abastecimiento de Agua para la Cuenca Media del Río Tempisque y Comunidades Costeras, la continuación de obras de generación eléctrica y proyectos municipales.

4. **Demanda externa.** El crecimiento de las exportaciones de bienes durante el bienio sería más moderado que en el 2024, en línea con la desaceleración esperada de los principales socios comerciales. Este comportamiento también estaría influido por el efecto base de las ventas de las empresas del régimen especial, que registraron un incremento cercano al 14,2% entre el 2022 y el 2024, así como por el destacado desempeño de las exportaciones de piña, que alcanzaron en el 2024 un valor medio exportado de USD 112 millones, superior al promedio de los cinco años previos (USD 86,2 millones).

Para las exportaciones de servicios, se efectuó una revisión a la baja en el crecimiento del 2025, debido a la moderación en los servicios vinculados al turismo, y a los servicios profesionales y de informática, en comparación con las estimaciones del informe anterior. No obstante, el desempeño de este rubro durante el bienio superaría lo estimado para el 2024, impulsado principalmente por los servicios profesionales y de apoyo a empresas extranjeras.

5. **Importaciones.** Para el bienio se proyecta una aceleración en el crecimiento de las importaciones de bienes, propiciada por la recuperación en las compras de materia prima, mayor inversión en bienes de capital por parte de empresas del régimen especial y el consumo. En cuanto a las importaciones de servicios, su crecimiento sería inferior al del 2024 y estaría relacionado, principalmente, con la caída en la importación de servicios profesionales, de apoyo e información en el 2025, aunado al menor aumento del turismo emisor en ambos años.

Cuadro 5. PIB en volumen por componentes del gasto

Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)		
	2024	2025	2026	2025	2024	2025	2026
Producto interno bruto	4,3	4,1	4,0	0,2	4,3	4,1	4,0
Consumo de hogares	4,0	3,9	4,0	0,1	2,6	2,5	2,5
Consumo de gobierno	0,7	0,8	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	4,3	6,8	7,0	0,8	0,7	1,1	1,1
Variación de existencias (% de PIB)	-0,2	0,1	0,5	-0,1	0,7	0,3	0,3
Exportaciones	5,8	5,0	4,7	-0,8	2,2	1,9	1,9
Bienes	8,0	5,8	6,2	-0,9	1,7	1,3	1,4
Servicios	2,9	3,9	2,7	-0,7	0,5	0,6	0,5
Importaciones	6,0	5,5	5,7	-0,8	-2,0	-1,8	-1,9
Bienes	4,9	6,4	6,1	-0,8	-1,2	-1,6	-1,5
Servicios	9,6	2,8	4,5	-0,8	-0,8	-0,2	-0,4
Ingreso disponible bruto real	4,3	4,0	4,1	-0,2			
Ingreso personal disponible bruto real	4,1	3,9	4,0	0,1			

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las actividades que, debido a su importancia relativa, más aportarían al aumento del PIB serían los servicios empresariales, manufactura, comercio, transporte y hotelería y restaurantes.

Por actividad económica (Cuadro 6) se tiene lo siguiente:

1. **Servicios empresariales.** Se estima un crecimiento promedio para el 2025-2026 de 5,6%, favorecido por las actividades de consultoría en gestión financiera, de apoyo a empresas que ofrecen servicios al mercado externo, así como servicios de publicidad y servicios jurídicos de empresas del régimen definitivo que suplen la demanda interna.

2. **Manufactura.** En el bienio el crecimiento de esta actividad se moderaría con respecto al 2024 en cerca de 1,3 p.p., mayormente por la evolución esperada de la demanda externa por bienes manufacturados del régimen especial y, en menor medida, en la demanda de empresas del régimen definitivo que producen para el mercado interno.
3. **Comercio.** Se estima que en el bienio la actividad comercial crezca a un nivel ligeramente inferior al del 2024, comportamiento que se corresponde con la evolución prevista para la importación de bienes de consumo¹¹⁹, así como con el desempeño en las actividades agropecuarias, hoteles, restaurantes y la construcción.
4. **Transporte.** Para el bienio 2025-2026 se estima un crecimiento promedio de 7,6%. Este desempeño es acorde con el crecimiento previsto para el comercio exterior de mercancías, el transporte de carga, actividades de apoyo al transporte que incluyen servicios de peaje, aeropuertos y puertos. Además, se espera una estabilidad en el servicio de transporte terrestre de personas, particularmente en los segmentos de taxis y autobuses.
5. **Hoteles y restaurantes.** El crecimiento en el bienio estaría impulsado especialmente por el crecimiento en los servicios de hotelería ubicados en zonas costeras y algunas áreas de montaña, el desempeño positivo de restaurantes en el Gran Área Metropolitana, especialmente en cadenas de comida rápida, y el aumento en los servicios de alimentos especializados para grupos corporativos.
6. **Construcción.** En el bienio crecería en promedio 2,9%. Como se comentó anteriormente, en adición a la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la construcción con destino privado, se espera un impulso mayor de la inversión pública por la continuación de la construcción de carreteras, caminos y puentes, así como obras para atender servicios básicos de electricidad y agua.
7. **Agropecuario.** Se estima una tasa media para el bienio de 1,8%, que supone un crecimiento moderado en la producción exportable de piña y banano, además de vacuno. Esta última, sería beneficiada por la eliminación de los aranceles a los productos lácteos para su ingreso al mercado de Estados Unidos. A pesar de eso, se mantiene el riesgo de afectación debido a posibles condiciones climáticas adversas producto del fenómeno climático ENOS en su fase La Niña¹²⁰, presentes desde la segunda parte del 2024 y que podrían afectar el rendimiento por hectárea de actividades con orientación al mercado local.

¹¹⁹ Las compras de bienes de consumo importados, como vehículos, productos alimenticios, farmacéuticos y textiles, registraron un incremento cercano al 12,6% en el 2024. Para el bienio 2025-2026, se prevé un incremento en torno al 8%.

¹²⁰ La fase neutra del ENOS sigue presente; de ocurrir el posible establecimiento de la fase de La Niña, sería en el primer trimestre del 2025. Además, el mar Caribe y Atlántico Norte continúan cálidos y esta condición se mantendrá al menos hasta marzo del presente año. *Pronóstico Estacional enero-marzo 2025, pág. 1, Instituto Meteorológico Nacional.*

Cuadro 6. PIB en volumen por actividad económica

Variación anual en porcentajes

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a IPM octubre 2024 en p.p.	Aporte (p.p)		
	2024	2025	2026	2025	2024	2025	2026
Producto interno bruto	4,3	4,1	4,0	0,2	4,3	4,1	4,0
Agricultura	2,0	1,8	1,7	0,2	0,1	0,1	0,1
Manufactura	5,5	4,2	4,0	0,3	0,8	0,6	0,5
Construcción	3,5	2,9	3,0	0,9	0,1	0,1	0,1
Destino privado	3,5	2,6	2,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Destino público	2,7	5,3	3,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Comercio	3,9	3,8	3,7	0,5	0,4	0,4	0,3
Transporte y almacenamiento	7,8	7,6	7,5	0,1	0,3	0,3	0,4
Hoteles y Restaurantes	5,0	4,2	4,4	-0,4	0,1	0,1	0,1
Servicios empresariales	6,7	5,7	5,5	0,2	0,9	0,8	0,8
Resto ^{1/}	3,3	3,5	3,4	0,1	1,6	1,7	1,7

^{1/}Incluye minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y seguros, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Gráfico 25 resume el crecimiento estimado para el PIB en este informe para los años 2025 y 2026, tanto por componentes del gasto como por actividad económica.

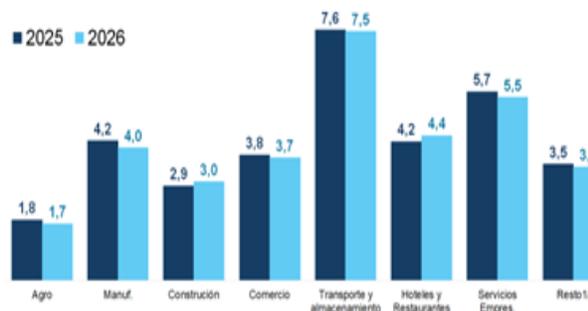
Gráfico 25. PIB en volumen por componentes del gasto y actividad económica

Variación anual en porcentajes (corregir formato)

A. Componentes del gasto



B. Actividad económica



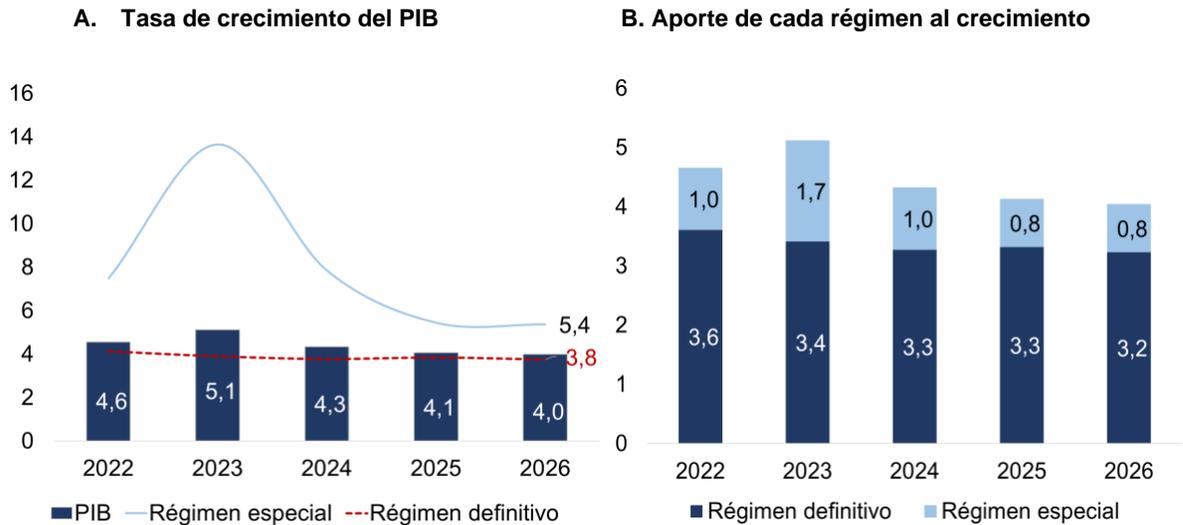
^{1/} Minas y canteras, electricidad y agua, información y comunicaciones, administración pública, educación y salud, otros servicios e impuestos sobre importación y productos. Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por régimen de comercio, la desaceleración de la actividad económica se explica por el comportamiento del régimen especial.

La producción del régimen definitivo, que representa alrededor del 86% del PIB, mostró un crecimiento relativamente estable en el lapso 2022-2024, cercano a 3,8%, que se estima se mantendrá en el bienio 2025-2026. Por su parte, la actividad del régimen especial, que constituye el 14% restante, registró un incremento de más de dos dígitos en el 2023 y luego se empezó a desacelerar, por lo cual se estima que en el bienio registraría un aumento en torno a 5,4% (Gráfico 26.A).

El comportamiento previsto para el régimen especial explica la desaceleración proyectada para el PIB en el bienio con respecto al 2024. Tal como se aprecia en el Gráfico 26.B, en el bienio el aporte al crecimiento del régimen definitivo es similar al del 2024 mientras que el del régimen especial es menor.

Gráfico 26. Tasa de crecimiento del PIB según régimen de comercio y aporte de cada régimen



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el bienio 2025-2026, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría en promedio en 1,5% del PIB, similar al resultado del 2024. Esta brecha sería más que cubierta con ahorro externo de largo plazo, como ha sido característico en las últimas dos décadas.

El déficit de la cuenta de bienes alcanzaría en ese bienio una razón media con respecto al PIB de 4,4%, levemente superior a la del 2024 (Cuadro 7). No obstante, las estimaciones para el 2025 fueron revisadas a la baja en 0,6 p.p. en relación con lo indicado en el informe previo, ante el comportamiento reciente de las cifras de comercio exterior, que mostraron mayores exportaciones y menores importaciones¹²¹.

El crecimiento de las exportaciones estaría liderado por las empresas adscritas a los regímenes especiales, con una variación media en el bienio de 8,9%. Esta tasa es moderada en comparación con lo observado en años previos, caracterizados por el extraordinario incremento en las ventas de estas empresas (19,5% en promedio para el periodo 2021-2024).

Las exportaciones del régimen definitivo mostrarían tasas similares a las del 2024, en promedio 5,0% en los bienes agrícolas y 4,0% en los manufacturados.

¹²¹ Esta revisión incorpora el aumento en las perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales del país (de 2,2% a 2,4% para el 2025) así como la desaceleración prevista en el crecimiento de la economía doméstica.

Cuadro 7. Balanza de pagos de Costa Rica ¹

En millones de USD, como porcentaje del PIB y en puntos porcentuales (p.p.)

	Estimación	Proyecciones		Diferencias respecto al IPM octubre 2024
	2024	2025	2026	2025
I Cuenta corriente	-1.335	-1.497	-1.567	-178
A. Bienes	-4.000	-4.472	-4.787	-614
Exportaciones FOB	20.616	22.240	23.876	430
Importaciones CIF	24.616	26.712	28.663	-184
De los cuales: hidrocarburos	2.287	2.213	2.067	92
B. Servicios	10.272	10.915,0	11.478,2	-131
Viajes	3.553	3.879	4.159	-97
C. Ingreso primario	-8.170	-8.513	-8.810	284
D. Ingreso secundario	563	574	551	-22
II Cuenta de capital	24	23	24	1
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.359	-1.520	-1.591	-177
III Cuenta financiera	-2.231	-2.357	-2.567	-29
Sector público	-273	-102	-679	-428
Sector privado	-1.958	-2.254	-1.888	399
De los cuales: Pasivos de inversión directa	-5.123	-5.279	-5.466	200
IV Activos de Reserva	920	883	1.023	150
Relaciones respecto al PIB				
Endeudamiento neto	-1,4	-1,5	-1,5	-0,1
Déficit en cuenta corriente	-1,4	-1,5	-1,5	-0,2
Déficit en bienes	-4,2	-4,4	-4,4	-0,6
Superavit en servicios	10,8	10,7	10,6	-0,2
Déficit en ingreso primario	-8,6	-8,4	-8,2	0,2
Cuenta financiera	-2,3	-2,3	-2,4	-0,1
Pasivos de inversión directa	-5,4	-5,2	-5,1	0,2
Saldo activos de reserva	14,9	14,8	14,9	-0,2
Saldo activos de reserva (millones de USD)	14.177	15.060	16.084	-88

¹ Cifras estimadas para el 2024 y proyecciones para el 2025 y 2026.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Aun cuando el crecimiento de las importaciones fue revisado a la baja en relación con lo indicado en octubre, esa tasa mantiene la aceleración con respecto al 2024, fundamentalmente, por el impulso en las compras de las empresas del régimen especial de comercio, cuya tasa media anual (11,7%) contrasta con la caída de 5,3% en el 2024.

En lo que corresponde al régimen definitivo sin considerar hidrocarburos, se supone un crecimiento medio anual de sus compras externas de 8,4% (10,7% en el 2024), determinado principalmente por bienes de consumo y de capital.

Específicamente, para la compra de hidrocarburos se prevé que en el bienio continuaría la contracción observada desde el 2023, luego del crecimiento excepcional que mostrara en el 2022 ante el incremento en los precios internacionales del producto. Este resultado combina el efecto de una reducción media en los precios de la mezcla de producto terminado (2,2% en promedio para el bienio con respecto al precio del 2024) y de la cantidad de barriles (1,0%).

El superávit promedio anual de la cuenta de servicios ascendería a USD 11.196,6 millones (10,7% del PIB, similar a la relación del 2024). Como ha sido usual, sobresalen la cuenta de viajes y los servicios de apoyo empresarial, de telecomunicaciones, de informática y de información. Las estimaciones para este bienio fueron ajustadas a la baja en relación con lo supuesto en octubre pasado, particularmente en el rubro de ingreso de turistas¹²² y en los servicios de manufactura.

¹²² Según los datos del Instituto Costarricense de Turismo (ICT) disponibles en diciembre último.

La retribución a los factores de producción propiedad de no residentes, se estima crecerá a una tasa media de 3,8%, para ubicarse en 8,3% del PIB (8,6% en el 2024). Esta moderación está asociada con la disminución esperada en las tasas de interés internacionales.

En el bienio 2025-2026 el ahorro externo neto alcanzaría, en promedio, el equivalente a 2,3% del PIB, cercano a lo observado en el 2024 y que permitiría mantener la razón de activos de reserva a PIB en torno a 14,9%.

El financiamiento externo estaría dirigido, en mayor medida, al sector privado, que en promedio recibiría el equivalente a 1,9% del PIB, en tanto que para el sector público el ingreso medio alcanzaría 0,4% del PIB, destinado principalmente al Gobierno Central.

El ahorro externo neto al sector privado es clasificado en este informe como flujos de inversión directa (ID) y otros flujos financieros. En el primero de los casos, se espera que se ubiquen, en promedio, en 5,1% del PIB, razón similar a la media de los cinco años previos¹²³. Para el resto de los flujos financieros la proyección contempla una salida de recursos equivalente a 3,1% del PIB, en promedio, similar a lo observado en el 2024 y que en buena medida se asociaría a movimientos del sector financiero costarricense.

El financiamiento externo estimado para el bienio, en conjunto con las previsiones para el déficit de la cuenta corriente, permitiría la acumulación de activos de reserva hasta alcanzar un saldo promedio equivalente a 14,9% del PIB. En este contexto el indicador de seguimiento de reservas presentaría un valor medio de 149,5% del nivel mínimo adecuado definido por la Junta Directiva del BCCR.

Las proyecciones fiscales para el bienio 2025-2026 suponen mejores resultados (mayor superávit primario y menor déficit financiero) en comparación con el 2024, por lo que se mantiene el proceso de consolidación de mediano plazo.

Según las estimaciones del MH¹²⁴, los resultados primario y financiero como proporción del PIB en el 2025 se ubicarían en 1,5% y -3,1%, respectivamente y en 1,7% y -2,7% un año después (1,3% y -3,5% en el 2024)¹²⁵. Estos resultados permitirán continuar con la senda decreciente de la relación deuda de Gobierno a PIB (Cuadro 8).

Las proyecciones incorporan los siguientes supuestos:

- a. Los ingresos totales y tributarios crecerían a una tasa promedio de 5,5% y 6,7% en el 2025 y 2026¹²⁶, respectivamente, por encima del crecimiento promedio del

¹²³ Para el 2025 la proyección fue revisada al alza en relación con lo previsto en el informe de octubre, dada la evolución reciente de la ID y el crecimiento previsto para las exportaciones de las empresas amparadas a los regímenes especiales.

¹²⁴ Corresponde a una revisión preliminar de las proyecciones fiscales preparada por el MH en diciembre del pasado año y que se mantendrán hasta que se disponga de los resultados completos del 2024. El MH está en proceso de revisión de las proyecciones 2025-2030 para su Marco Fiscal de Mediano Plazo que serán publicadas en marzo del año en curso.

¹²⁵ Datos estimados por el MH en diciembre del 2024.

¹²⁶ Los rendimientos en ingresos previstos por la Ley 9.635 se alcanzaron en su totalidad, por lo cual, a partir de estos años no se contemplan recursos adicionales.

PIB nominal. Dado lo anterior, la carga tributaria promedio equivaldría a 13,2% del PIB (13,4% en el 2024)¹²⁷.

- b. El gasto total y el primario aumentarían 3,7% y 4,2%, en promedio, durante el bienio, lo que ubicaría su razón media con respecto al PIB en 17,7% y 13,2%¹²⁸, en el orden mencionado; esas tasas son menores a las previstas en el IPM de octubre pasado.

La contención del gasto se manifestaría en las transferencias corrientes y de capital, y en el pago de intereses de la deuda. Lo anterior, a pesar de que en el ejercicio económico 2025 se mantendrá el control sobre el gasto total mientras que en el 2026 el control se aplicaría sobre el gasto corriente¹²⁹, esto debido a que en el 2024 la deuda del gobierno central como proporción del PIB no superó el 60%.

Las proyecciones de la evolución de deuda del Gobierno Central con respecto al PIB prevén para el 2025 una relación de 59,8% similar al estimado por el MH para el 2024, y una caída de 1,0 p.p. en el 2026 (58,8%).

- c. El pago de intereses empezaría a disminuir en el 2025. En el bienio registraría un crecimiento medio de 2,3% y como proporción del PIB se ubicaría en 4,6% en el 2025 y 4,4% en el 2026. Esta reducción parte de la generación de superávits primarios y tasas de interés menores para la colocación de su deuda, dadas las mejoras en la calificación crediticia.

Cuadro 8. Principales variables fiscales como proporción del PIB

	Estimación Ministerio de Hacienda ¹	Proyecciones IPM Ene 25		Diferencias respecto a proyecciones de oct 2024 (en p.p. del PIB)
	2024	2025	2026	2025
Ingreso total	15,0	14,8	14,8	-0,1
Ingreso tributario	13,4	13,2	13,2	-0,1
Gasto total	18,6	17,9	17,4	-0,2
Gasto primario	13,7	13,3	13,0	-0,1
Intereses	4,8	4,6	4,4	-0,1
Balance primario	1,3	1,5	1,7	0,0
Déficit financiero	-3,5	-3,1	-2,7	0,1
Necesidades de financiamiento	8,6	8,1	7,6	-0,2
Deuda Gobierno Central	59,8	59,8	58,8	-1,3

¹ Corresponde a una estimación del MH remitida en diciembre de 2024.

Fuente: Elaboración propia con información del MH.

¹²⁷ Los ajustes a la baja contemplados, especialmente para el 2025, se registran en el impuesto sobre ingresos y utilidades y, en menor medida, en el impuesto al valor agregado.

¹²⁸ La relación gasto a PIB se ubicaría por debajo de los valores registrados en el periodo 2017-2019, antes de la aprobación de la Ley 9.635, cuando su valor medio fue de 20% en el gasto total y 16,5% en el primario.

¹²⁹ De acuerdo con el artículo 11 del Capítulo II del Título IV de la Ley 9635, el crecimiento del gasto total por aplicación de la regla fiscal en el 2025 será de un 65% del crecimiento promedio del PIB nominal (equivalente a una tasa de 3,75%). Para el 2026 la proporción pasaría de 65% a 75% y aplicaría sobre el gasto corriente, lo que permitiría mayor espacio para el gasto de capital.

De acuerdo con el comportamiento fiscal proyectado, que contempla la generación de superávits primarios y una menor carga de intereses, el requerimiento bruto de financiamiento del Gobierno Central sería decreciente en términos del PIB (8,1% en el 2025 y 7,6% en el 2026), lo que reducirá las presiones del MH sobre el mercado local de fondos prestables. Al desagregar la deuda por su fuente de financiamiento, el componente interno continuará como la fuente principal, en especial mediante emisiones de títulos valores¹³⁰.

Se estima que tanto la inflación general como la subyacente retornarán al rango que contiene la meta en el tercer trimestre del 2025.

En este informe, el horizonte de pronóstico relevante para la política monetaria comprende desde el primer trimestre del 2025 hasta el cuarto del 2026 y las proyecciones incorporan una postura de política monetaria cuyo objetivo es que en el mediano plazo la inflación converja a la meta definida por la Junta Directiva del BCCR ($3\% \pm 1$ p.p.).

Los modelos de proyección del Banco Central señalan que, en términos interanuales, tanto la inflación general como la subyacente, mostrarán una aceleración especialmente durante los primeros meses del 2025, para converger a valores coherentes con el rango que contiene la meta en el tercer trimestre del 2025.

La valoración de riesgos se mantiene inclinada a la baja; es decir, existe una probabilidad mayor de que la inflación, general y subyacente, se ubiquen por debajo del valor central proyectado¹³¹. No obstante, si se compara con lo estimado en octubre pasado, esa probabilidad es ahora menor.

La inflación general en términos interanuales del cuarto trimestre del 2024 (-0,01% en promedio) resultó inferior a lo estimado en el IPM de octubre del 2024. En este resultado se compensaron dos efectos, una disminución en el precio internacional de algunas materias primas, en especial el petróleo, y un aumento en el precio de los alimentos, principalmente los agrícolas de producción local, por factores climatológicos. En cuanto a la inflación subyacente, el resultado observado en el cuarto trimestre del 2024 (0,7%) resultó inferior a lo estimado en octubre pasado¹³².

Las expectativas de inflación, uno de los determinantes macroeconómicos de la inflación, tenderían a ubicarse en torno a 2,5% en promedio en el horizonte de proyección. La brecha del producto, otra de las variables que explican la inflación en el corto y mediano

¹³⁰ No obstante, el MH prevé tanto para el 2025 como para el 2026 una nueva emisión de deuda en los mercados externos por USD 1.000 millones en cada año, contemplada en el proyecto de ley 24.462 (Modificación de la Ley No. 10.332, autorización para emitir títulos valores en el mercado internacional), propuesta que está en discusión en la Asamblea Legislativa. Adicionalmente, el MH prevé el ingreso de desembolsos de apoyo presupuestario por USD 843 y USD 503 millones en el 2025 y 2026, en ese orden. De no cumplirse estos supuestos, deberá acudir al mercado doméstico, lo que podría presionar al alza las tasas de interés locales.

¹³¹ Las trayectorias son generadas a partir del modelo macroeconómico del BCCR, con información a enero del 2025 de proyecciones de precios internacionales de materias primas, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras, y toman en cuenta la respuesta de la TPM, modelada mediante una regla tipo Taylor. El horizonte de 8 trimestres permite considerar los rezagos con que opera la política monetaria.

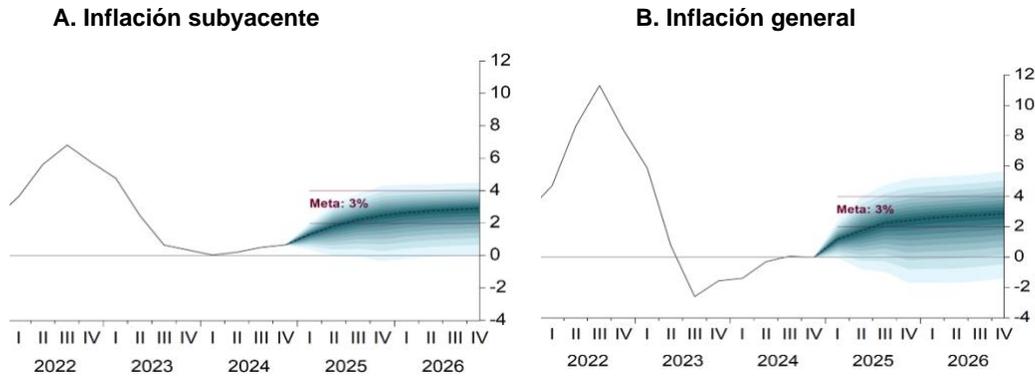
¹³² En el Informe de Política Monetaria de octubre de 2024, se estimó que en el cuarto trimestre del 2024 la inflación general se ubicaría en promedio en 0,1%, y la subyacente en 1%.

plazo, se mantendría en valores ligeramente positivos, pero sin representar excesos de demanda agregada que desvíen la inflación de su meta.

El comportamiento comentado de los principales determinantes macroeconómicos de inflación conduciría a que, en términos interanuales, tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en 2,3% como promedio para todo el horizonte de proyección. (Gráfico 27.A y 27.B).

Gráfico 27. Proyección de inflación

Variación interanual en porcentajes ¹



¹ Los gráficos muestran las bandas de predicción de la inflación subyacente y de la inflación general, medida por el Índice de Precios al Consumidor, a lo largo del horizonte de proyección. Son proyecciones condicionales; es decir, toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria que pudieran presentarse a lo largo de dicho horizonte. La banda más oscura alrededor del valor central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades sucesivamente más claras acumula un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El ahorro financiero y el crédito al sector privado aumentarían de conformidad con el crecimiento real previsto para la actividad económica y la meta de inflación.

Dada la meta de inflación, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, la liquidez total crecería a una tasa anual de 7,2% en el 2025 y 7,1% en el 2026, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 7,0% y 7,1% en esos años, en su orden.

El aumento del crédito ocurriría tanto en moneda nacional como extranjera; sin embargo, se supone un menor crecimiento del crédito en dólares en el bienio (6,5% y 6,0% en el 2025 y 2026, respectivamente) en comparación con el 2024 (9,9%), lo que desaceleraría el proceso de dolarización relativa del crédito observado desde el 2023. Este menor crecimiento previsto en el crédito en moneda extranjera sería el resultado de la reducción esperada en las tasas de interés activas en colones del sistema financiero (comportamiento inducido por las reducciones aplicadas en la TPM en el bienio previo), que llevaría a un mayor crecimiento relativo del crédito en moneda nacional en comparación con la dinámica de las operaciones en dólares.

El Cuadro 9 presenta un resumen de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este informe.

Cuadro 9. Principales variables macroeconómicas

	Estimación	Proyecciones		Diferencias con respecto a las proyecciones de octubre 2024 (en p.p.)
	2024	2025	2026	2025
PIB (miles de millones de colones)	49 115,9	52 499,9	56 237,2	
PIB crecimiento real	4,3	4,1	4,0	0,2
Déficit de cuenta corriente de la BP (% del PIB)	1,4	1,5	1,5	-0,2
Saldo activos de reserva (% del PIB)	14,9	14,8	15,0	-0,2
Indicador de seguimiento de reservas (IR)	145	148	150	-2,0
Gobierno Central (% del PIB)				
Déficit financiero ¹	3,5	3,1	2,7	-0,1
Superávit primario ¹	1,3	1,5	1,7	-0,1
Variación interanual del IPC ²	0,8	2,4	2,9	-0,2
Agregados monetarios y crédito (variación %) ³				
Liquidez total (M3)	5,9	7,2	7,1	0,1
Crédito al sector privado	7,6	7,0	7,1	0,1
Moneda nacional	6,5	7,2	7,6	0,9
Moneda extranjera	9,9	6,5	6,0	-1,5

¹Las cifras del 2024 son preliminares y para el 2025-2026 corresponde a estimaciones del Ministerio de Hacienda.

²Para el lapso 2025-2026, corresponde a la tasa interanual del cuarto trimestre de cada año.

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

La actualización de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el horizonte de pronóstico se realizó con la información disponible a enero del 2025. Como es habitual en toda proyección macroeconómica, existen riesgos inherentes tanto al contexto externo como al interno que podrían desviar el escenario macroeconómico central contemplado en este informe. De materializarse estos riesgos, la inflación podría desviarse tanto a la baja (riesgos a la baja) como al alza (riesgos al alza) con respecto al valor central proyectado.

Riesgos a la baja

1. Un escenario en el que las tasas de interés internacionales sean mayores por más tiempo podría llevar a un crecimiento de la economía mundial inferior al proyectado en este ejercicio, en particular de los principales socios comerciales del país, con el consiguiente efecto negativo sobre la demanda externa. Esto desaceleraría el crecimiento económico local y disminuiría las presiones inflacionarias.
2. Un traspaso menor y más lento de las reducciones en la TPM a algunas de las tasas de interés activas del sistema financiero, en comparación con lo observado históricamente en Costa Rica, afectaría negativamente la actividad económica, lo que reduciría las presiones de la demanda interna sobre los precios.

Riesgos al alza

1. Posibles restricciones comerciales ante las tensiones entre los países del G7 y China o un escalamiento de los conflictos geopolíticos actuales, podría aumentar la fragmentación del comercio global. Esto generaría disrupciones adicionales en las cadenas de suministro y aumentaría la volatilidad de los precios de las

materias primas, especialmente del petróleo y los alimentos, lo que, como en otros episodios similares, se trasladaría a mayores costos de producción y presiones inflacionarias.

2. Condiciones climáticas extremas, como el desarrollo del fenómeno ENOS en su fase La Niña entre febrero y abril del 2025 tendría un impacto negativo en la producción agrícola y en otras actividades dependientes del clima, tanto a nivel local como internacional. Esto no solo reduciría la oferta de ciertos productos básicos, lo que elevaría sus precios, sino que también generaría mayores costos en la cadena de suministro agrícola y energética, y con ello se amplificarían las presiones inflacionarias.

3.4. Acciones futuras de política monetaria y funcionamiento del mercado cambiario

La Junta Directiva del BCCR reafirma su compromiso con la estabilidad de precios, condición que promueve la estabilidad macroeconómica e incide positivamente en el crecimiento económico y en la generación de empleo. Por ello mantiene la meta de inflación en $3\% \pm 1$ p.p.

El BCCR hará los ajustes requeridos en la TPM para que la inflación retorne a valores coherentes con esa meta. Lo anterior basado en la valoración del comportamiento reciente y la trayectoria de los pronósticos de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos (brecha del producto y expectativas de inflación), así como de los riesgos asociados a la proyección de inflación.

También, gestionará la liquidez del sistema financiero con el fin de reducir los excesos monetarios para evitar que su persistencia genere presiones inflacionarias adicionales. Cabe señalar que no se anticipan presiones monetarias, dados los vencimientos de la facilidad de crédito concedida por el BCCR en respuesta a los efectos económicos de la pandemia, ha logrado reducir significativamente los excesos monetarios.

Además, buscará mejorar la comunicación con el público, con el fin de facilitar un mejor entendimiento de la coyuntura macroeconómica y de los elementos que sustentan las decisiones del BCCR en materia monetaria, cambiaria y de temas relativos a la estabilidad y eficiencia del sistema financiero. Con ello se busca contribuir a un proceso informado de construcción de expectativas económicas, que facilite la convergencia de la inflación a la meta definida por el BCCR.

En materia cambiaria, acorde con lo dispuesto en su Ley Orgánica, el BCCR participará en el mercado cambiario con el fin de atender los requerimientos propios y del sector público no bancario, así como para mitigar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio. En la medida que las condiciones del mercado cambiario lo permitan, procurará fortalecer aún más el blindaje financiero del país. Además, similar a como lo hace en los mercados de deuda y liquidez, continuará con el análisis de eventuales cambios operativos que procuren el mejor funcionamiento de ese mercado y con ello, contribuya a un proceso ordenado de formación de precios.