



DECIMOCUARTO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE

Informe Final

ANALISIS DE LA EVOLUCION DEL CREDITO EN COSTA RICA DURANTE EL 2007, Y SUS IMPLICACIONES SOBRE LA ECONOMIA

*Investigador:
Luis Mesalles J.*



Nota: El contenido de esta ponencia es responsabilidad del autor. El texto y las cifras de las ponencias pueden diferir de lo publicado en el Decimocuarto Informe sobre el Estado de la Nación en el tema respectivo debido a revisiones posteriores y consultas. En caso de encontrarse diferencia

TABLA DE CONTENIDO

Introducción.....	3
Orígenes y causas del aumento del crédito.....	4
Cambios en la Composición la Cartera de Crédito.....	10
Efectos del Crecimiento del Crédito sobre la Economía.	16
Manejo de la Política Monetaria y Cambiaria.....	21
Comentarios Finales.....	23
Referencias	25

INTRODUCCIÓN

El crédito al sector privado creció por encima del 35 por ciento durante el 2007. Si bien la economía creció a un ritmo mayor al promedio de los últimos 10 años, que podría justificar una parte del crecimiento del crédito tan elevado, existe preocupación en el ambiente sobre las posibles consecuencias de mediano y largo plazo. La experiencia internacional demuestra que muchas de las crisis económicas provienen originalmente de problemas en los sistemas financieros. Dada la experiencia reciente de la crisis financiera denominada “sub-prime” en Estados Unidos, muy ligada a la aparición de mecanismos crediticios y financieros novedosos que llevaron al colapso de varias instituciones financieras, y que ha puesto en aprietos a la economía norteamericana, existe la preocupación en algunos sectores de que se pudiera repetir algo parecido en Costa Rica.

Dada dicha preocupación, el presente trabajo pretende analizar la evolución del crédito en Costa Rica durante el 2007, y cuáles pueden ser los riesgos y oportunidades, en términos macro y microeconómicos, que pueden surgir de tal situación. En ese sentido, el trabajo está compuesto por las siguientes secciones:

- **ORÍGENES Y CAUSAS DEL AUMENTO DEL CRÉDITO EN EL 2007.** En esta sección se explorará el contexto macroeconómico sobre el que se dio el aumento del crédito durante el 2007. Interesa caracterizar si dicho crecimiento del crédito obedece a un “boom” crediticio temporal, o si es parte de un proceso de un aumento estructural de la participación del sistema bancario dentro de la economía costarricense.
- **CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITO.** En esta sección se analizará la evolución de la composición del crédito durante el periodo 1998-2007, por sector, por moneda y por tipo de institución financiera. Interesa analizar en esta sección si los cambios observados en la estructura de crédito del Sistema Bancario Nacional pueden deberse a acciones temporales de los agentes económicos, o si más bien existen cambios estructurales importantes, de carácter permanente. Con dicho fin, se analizará la relación entre el crecimiento del crédito de algunos sectores y su participación en el crecimiento de la economía en general.
- **EFFECTOS DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO SOBRE LA ECONOMÍA.** En esta sección se analizarán los posibles efectos de una elevada tasa de crecimiento del crédito, tanto desde el punto de vista macro como microeconómico. Interesa aquí responder a preguntas como: ¿Qué riesgos se pueden estar gestando dentro de la economía? ¿Qué riesgos podría estar corriendo el Banco Central y las instituciones financieras ante el panorama de una eventual recesión en Estados Unidos, y los posibles efectos de la misma sobre la economía de Costa Rica? Si bien más familias pueden estarse viendo beneficiados por un mayor acceso al crédito, pueden existir riesgos importantes que no están siendo medidos de

manera correcta por parte de los deudores, y que podrían desembocar en eventuales problemas económicos para muchos productores o familias.

- **MANEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA.** En esta sección final, se analizará el manejo de la política del Banco Central, en un escenario de un régimen cambiario nuevo, en que se pretende dar mayor libertad a los movimientos de tipo de cambio, con tasas de interés bajas y con una tasa de crecimiento de crédito muy elevada. Dado que el Banco Central ha tenido problemas en años recientes para manejar su política monetaria y reducir las presiones inflacionarias, reflejado en que no ha podido lograr sus propias metas de inflación, surgen las preguntas: ¿Qué alternativas tiene el Banco Central para mejorar su capacidad de controlar la inflación? ¿Qué papel debe jugar la SUGEF en controlar el crecimiento del crédito y manejar los riesgos de largo plazo sobre la economía?

ORÍGENES Y CAUSAS DEL AUMENTO DEL CRÉDITO

Según la teoría económica, el sistema financiero cumple una función vital en el desarrollo de un país.¹ Mediante el crédito se pueden ejecutar proyectos que, a pesar de tener una alta rentabilidad económica, no son llevados a cabo por falta de recursos financieros. Estos agentes económicos, denominados deudores, estarán dispuestos a compartir parte de la rentabilidad de su proyecto con quien sea que les haya facilitado los recursos. De esta manera, se genera un nuevo grupo de agentes, que están dispuestos a prestar parte de sus recursos, a cambio de una rentabilidad mayor a la que obtendrían en los proyectos que tengan a su disposición. Al trasladar recursos de entes superavitarios (ahorrantes) hacia los deficitarios (deudores), por lo tanto, se promueve un uso más eficiente de los recursos escasos de la economía.

De esta relación tan sencilla entre agentes superavitarios y deficitarios dentro de la economía, eventualmente surge la figura de las entidades financieras (bancos y otros), para facilitar el traslado de los recursos entre agentes. Dada la función de intermediación de dichas entidades, los costos de transacción se reducen, permitiendo un mayor acercamiento entre ahorrantes y deudores. Así, por ejemplo, un ahorrante en la zona Sur del país puede ayudar a financiar proyectos productivos en la zona Norte del país, mediante la utilización del sistema financiero.

Al mismo tiempo, el crédito promueve un uso más eficiente de los recursos a través del tiempo, permitiendo a los agentes económicos separar su ingreso de su consumo o gasto.² Así, por ejemplo, un agente económico puede requerir hacer una inversión importante siendo joven, sin que tenga el ingreso correspondiente de momento. Mediante el uso del crédito, podrá hacer la inversión, con la promesa de pagar de vuelta la deuda cuando su nivel de ingreso sea mayor en el futuro.³ Es de esperar, por lo

¹ Ver, por ejemplo, Adams, Gonzalez-Vega y Von Pischke (1987).

² Ver Arce (2007).

³ Este tipo de situación se puede dar, por ejemplo, con la compra de un vehículo o una vivienda de parte de una familia joven. Pero también se podría dar un ejemplo contrario, en el que un trabajador joven

tanto, que países con un sistema financiero más avanzado, con bajos costos de transacción y con una base grande de ahorrantes y deudores, tenga una mayor potencial de crecimiento en su producción.

Durante el 2007, la economía costarricense tuvo un comportamiento relativamente bueno en la mayoría de los indicadores macroeconómicos. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) fue de 6,8 por ciento, siendo el 2007 el tercer año consecutivo en que este indicador crece por encima del promedio de los últimos 10 años (5,5 por ciento). De igual manera, el Ingreso Nacional Disponible (IND) creció a una tasa de 7,5 por ciento. Por su parte, el Gobierno Central generó un superávit financiero por primera vez en cerca de 5 décadas, equivalente a 0,2 por ciento del PIB. En el campo financiero, la adopción de un nuevo régimen cambiario de parte del Banco Central generó cambios en las expectativas sobre el valor externo del colón, resultando en una apreciación nominal de 4 por ciento durante el 2007. El flujo de divisas hacia el país resultó altamente positivo durante el año. Buena parte de este excedente de divisas provino de los flujos de capitales financieros. Inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, decidieron aprovechar el arbitraje en tasas de interés para invertir en instrumentos financieros en moneda nacional. Así, los inversionistas extranjeros generaron un aumento de la entrada de capital financiero al país, mientras que una parte importante de los agentes económicos decidieron cambiar sus activos financieros de dólares a colones.⁴ Todo esto se refleja en el hecho de que la riqueza financiera en manos del sector privado pasara de ser un 54 por ciento en moneda nacional a fines del 2006, a un 61 por ciento en el 2007.

Dado el elevado flujo de capital financiero que ingresó al país, y debido a que bajo el régimen de Bandas Cambiarias el Banco Central se ve obligado a comprar todo el excedente de divisas a un tipo de cambio determinado (el "piso" de la banda), durante el 2007 se dio una acumulación de Reservas Internacionales Netas por un monto ligeramente mayor a los 1.000 millones de dólares. La emisión de dinero que implica la compra de divisas de parte del Central generó una mayor presión inflacionaria, al punto de complicar la consecución de la meta fijada por el ente emisor, la cual había sido fijada en 8 por ciento en el Programa Macroeconómico presentado en enero del 2007. Si a esto le agregamos otros factores de carácter coyuntural, como lo son los aumentos de precios del petróleo y de las materias primas a nivel internacional, que agregan una mayor presión de corto plazo sobre el Índice de Precios al Consumidor, la inflación del 2007 terminó en un 10,8 por ciento.

En el transcurso del año, y al ver que su objetivo de inflación peligraba, el Banco Central hizo ajustes en las tasas de interés. La idea del ente emisor fue la de reducir las tasas de interés de captación, con el fin de desincentivar la entrada de capitales financieros. Ante la expectativa de muchos agentes económicos de que el tipo de cambio nominal se apreciara, el diferencial entre las tasas pasivas en moneda nacional

decide ahorrar para que en el momento de su jubilación pueda recibir una pensión que cubra sus gastos en momentos en que no tendrá otros ingresos.

⁴ Si bien es difícil cuantificar el monto de inversión financiera proveniente del extranjero, se sabe que la cuenta de capitales de la Balanza de Pagos calculada por el Banco Central tiene un flujo positivo de 880 millones de dólares en "Monedas y Depósitos" durante el 2007.

y moneda extranjera imperante a fines del 2006, promovían la colonización de los activos financieros. Como se puede apreciar en el Cuadro 1, el premio por invertir en colones ya era de 3,7 puntos porcentuales a finales del 2006.⁵ Aun con la baja en la tasa pasiva promedio, la apreciación ex-post de colón provocó que dicho premio fuera aún mayor durante el 2007 (8,0 puntos porcentuales).

La baja en la tasas de interés se refleja también en la Tasa Básica Pasiva, la cual se encontraba en 11,25 por ciento en diciembre del 2006, y descendió hasta 7 por ciento a fines del 2007. Dado que la inflación fue de casi el 11 por ciento, esto significó que los depositantes recibieron un rendimiento negativo en términos reales durante el 2007, equivalente a cerca de 4 por ciento. Con la baja en las tasas de interés pasivas, las activas también se redujeron. La tasa activa promedio del Sistema Bancario Nacional pasó de 22,7 a 17,3 por ciento entre el 2006 y el 2007, lo que significó una reducción de casi 6 puntos porcentuales en la tasa de interés activa real durante el 2007 (de 12,1 a 5,8 por ciento). Ese nivel de la tasa activa promedio real es mucho menor que el promedio de los últimos 10 años (12,7 por ciento).

Producto de los cambios en las tasas de interés, se dan dos movimientos importantes en el sistema financiero costarricense. Por un lado, el aumento del premio por invertir en colones hace que los inversionistas tiendan a cambiar sus depósitos en moneda extranjera por los de moneda nacional. Por otro lado, el bajo nivel de las tasas de interés activas, provoca un incentivo para ahorrar menos y endeudarse más, lo que dificulta aún más al Banco Central la consecución de su meta de bajar la inflación.

Cuadro 1
Sistema Bancario Nacional, Tasas de Interés en Moneda Nacional y Extranjera, Devaluación y Premios por Invertir y Endeudarse. 2006-2007

	2006	2007
Tasa Pasiva Promedio M.N. 1/	11,4	7,1
Tasa Pasiva Promedio M.E. 2/	3,1	3,6
Tasas Activa Promedio M.N. 1/	22,7	17,3
Tasa Activa Promedio M.E. 2/	10,9	10,3
Devaluación	4,4	-4,1
Premio por invertir en colones	3,7	8

1/ Se refiere a Tasas de Interés en Moneda Nacional

2/ Se refiere a Tasas de Interés en Moneda Extranjera

Fuente: Cálculos hechos por el autor con base a datos del Banco Central de Costa Rica.

El cambio en la tendencia hacia un mayor ahorro en moneda nacional se puede observar en el Cuadro 2. La riqueza financiera del sistema financiero denominada en

⁵ El concepto del premio por invertir en colones viene dado por el cálculo que se supone hacen los inversionistas al tener la opción de colocar sus ahorros en moneda nacional o en alguna moneda extranjera. Para efectos de estimar este premio, aquí se calcula como el diferencial entre la tasa pasiva promedio en moneda nacional y la tasa pasiva promedio en moneda extranjera, esta última expresada en términos de la moneda nacional, eso es restando la devaluación y haciendo un ajuste por interés compuesto. Se utiliza la devaluación del último año, como aproximación de las expectativas de los agentes sobre el futuro nivel de tipo de cambio.

moneda nacional aumentó con respecto a la denominada en moneda extranjera. Así, la proporción de riqueza financiera dentro del total aumentó de 53,8 a 61,2 por ciento durante el 2007. Al mismo tiempo que el premio por ahorrar en colones se incrementa, el premio por endeudarse en dólares también sube.⁶ Esto se debería reflejar en un aumento de la proporción de créditos en moneda extranjera con respecto a la cartera total, lo cual no se dio durante el 2007. Dicha relación permaneció alrededor de 57 por ciento, como se observa en el Cuadro 2. Una posible explicación para esto viene por el hecho que la Superintendencia de Entidades Financieras (SUGEF) ha venido reforzando sus normas prudenciales en los últimos años, llevando a que las entidades financieras midan de una mejor manera el riesgo que implica hacer préstamos en dólares a deudores que no generan divisas. Incluso, la SUGEF ha obligado a las entidades financieras a aumentar las provisiones sobre los créditos otorgados en moneda extranjera a no generadores de divisas.

Por el lado de los efectos de la baja en las tasas de interés, se puede notar en el Cuadro 2 que los activos y los depósitos de los bancos del Sistema Bancario Nacional se redujeron en su relación con el PIB durante el 2007. Al mismo tiempo, el crédito bancario total creció con respecto a la producción total del país, por lo que su relación con el PIB aumentó de 37,4 a 39,6 durante el año.⁷ Esto significa que, como se dijo anteriormente, las bajas tasas de interés en moneda nacional motivaron un aumento en el gasto presente (versus el futuro), desincentivando así el ahorro y promoviendo el endeudamiento. Aunque el crédito bancario crezca más rápido que la producción, si los recursos activos de los bancos (ahorro y recursos de captación) no lo hacen, no es claro que se pueda decir que se dio un aumento en el nivel de bancarización del país.⁸ En otras palabras, el sólo hecho de que el crédito aumente no es garantía de que una mayor proporción del ahorro del público está siendo canalizado a través del sistema bancario, y de que, por lo tanto, el mismo esté cumpliendo con su labor de apoyo al desarrollo económico del país, trasladando recursos de entes ahorrantes a deudores.

⁶ Si los agentes económicos esperan que la moneda local se revalúe, entonces obtendrán una ganancia si su posición neta de pasivos versus activos en moneda extranjera es positiva. En otras palabras, ante una revaluación del colón, los deudores se ven beneficiados.

⁷ La relación crédito sobre PIB promedio para los últimos 10 años ha sido de 34,5, con una tendencia al alza desde 1999. Sin embargo, vale la pena notar que en 1998 esta relación se encontraba en 38,4, apenas un poco menor que en el 2007.

⁸ El concepto de bancarización se refiere al aumento de participación del sistema bancario en el desarrollo de una economía, a través del traslado de recursos de ahorrantes a deudores. Aunque usualmente la bancarización se mide como la relación de crédito sobre el PIB, esto puede estar dejando por fuera el hecho de que el ahorro u otros servicios bancarios no necesariamente estén siendo canalizados por el sistema bancario formal.

Cuadro 2
Indicadores de Bancarización del Sistema Bancario Nacional, Composición de Activos y Pasivos en Sistema Financiero. 2005-2007

	2005	2006	2007
Activos Totales/PIB	68,6	70,8	67,2
Depósitos Bancarios/PIB	47,3	48,5	45,2
Crédito/PIB	34,5	37,4	39,6
Riqueza Financiera M.N./Total	53,1	53,8	61,1
Préstamos en Moneda Extranjera/Cartera Total	59,3	56,9	56,9

Fuente: Cálculos hechos por el autor con base a datos del Banco Central de Costa Rica

Para que los bancos hayan podido prestar más a sus clientes, sin que se haya dado un aumento importante en los depósitos que manejan del público, se puede decir que la composición de sus pasivos tiene que haber cambiado significativamente. En el Cuadro 3 se puede observar que, tanto bancos privados como públicos, obtuvieron buena parte de los recursos que prestaron a través de un aumento en la captación que hicieron del público.⁹ Sin embargo, dicha captación alcanzó para cubrir solamente el 68 y el 62 por ciento del crédito otorgado, para los bancos estatales y privados, respectivamente.¹⁰ En el caso de los estatales, el resto de los recursos destinado a prestar provino, fundamentalmente, de una disminución de las inversiones que los bancos tenían con el gobierno (bonos fiscales), así como en títulos en el extranjero. Esta disminución de inversiones se puede explicar por las bajas tasas de interés promovidas por el Banco Central con su política monetaria, por la importante baja en las necesidades de financiamiento del Gobierno Central (al tener un superávit financiero), y por el aumento en el premio por invertir en colones. Por su lado, los bancos privados obtuvieron recursos adicionales para cubrir los préstamos al sector privado, en su mayoría, a través de préstamos en el extranjero. En este caso, la explicación viene dada por el mayor premio por endeudarse en dólares, combinado con un mayor ligamen de la banca privada costarricense con grandes corporaciones financieras internacionales.¹¹

⁹ La información en el Cuadro 3 es a Setiembre 2007, por ser la única disponible en el momento de confeccionar el presente trabajo.

¹⁰ Una parte de las captaciones de los bancos se destinó a cubrir el Encaje Mínimo Legal. Para los bancos estatales, un 11 por ciento de sus captaciones tuvieron que ser depositadas en el Banco Central, mientras que para los bancos privados fue de 13 por ciento.

¹¹ Durante el 2007 se consolidó la incorporación de los llamados “mega-bancos” dentro del Sistema Bancario Nacional, al estar los 4 bancos privados más grandes ligados con corporaciones financieras internacionales (CITIBANK, GE Capital, HSBC y Scotiabank).

Cuadro 3
Origen y Aplicación de Recursos. Variación en Millones de Colones, entre el 31 de diciembre 2006 y el 30 de setiembre 2007. Bancos Estatales y Privados

	Bancos Estatales		Bancos Privados	
	Origen	Aplicación	Origen	Aplicación
Captación				
Moneda Nacional	290.954		59.268	
Moneda Extranjera	83.104		65.517	
Crédito al Sector Privado				
Moneda Nacional		326.480		59.602
Moneda Extranjera		225.023		140.126
Inversiones				
Fiscales	117.395		8.156	
En el Exterior	58.525			28.379
Otras Inversiones	7.956			23.273
Depósitos por EML		41.063		16.356
Pasivos Externos	2.233		87.444	
Capital y Reservas	36.726		27.377	
Otros Activos-Pasivos		4.327	19.973	
Total	596.892	596.892	267.735	267.735

Fuente: Cálculos hechos por el autor con base a datos del Informe Trimestral del Sistema Financiero del Banco Central de Costa Rica, Setiembre 2007.

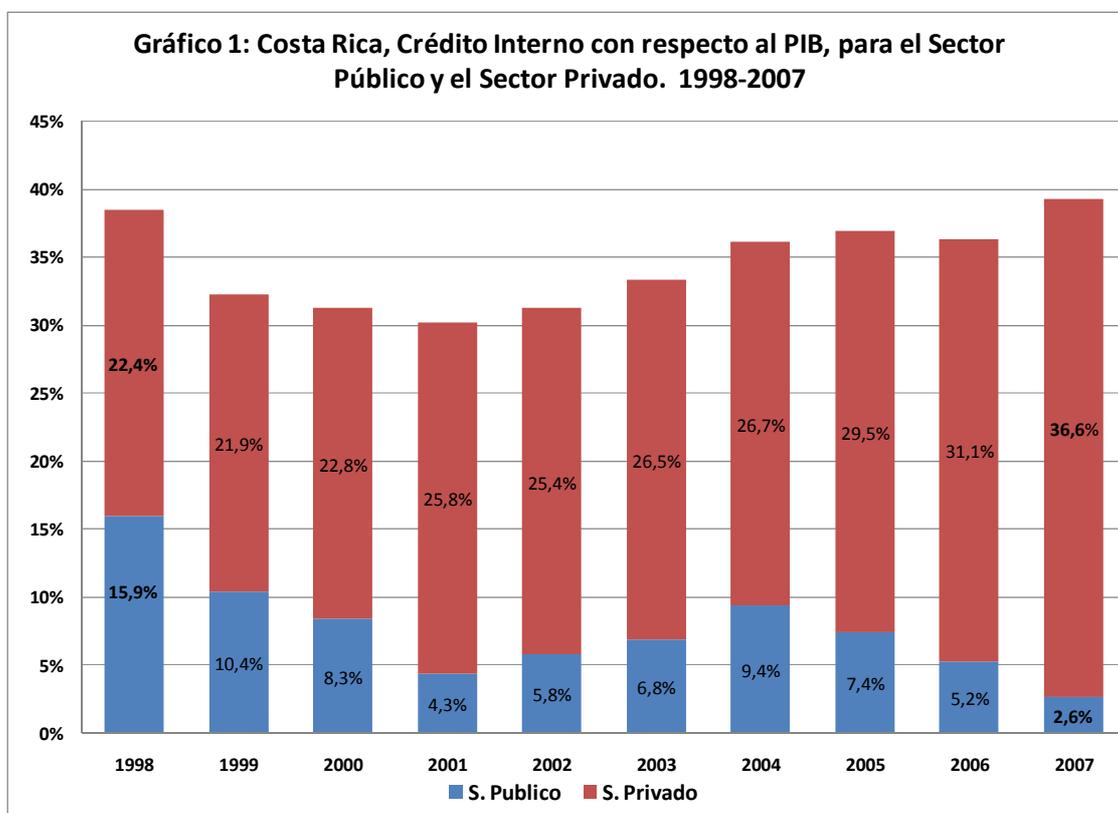
El aumento del crédito durante el 2007 se puede considerar como de elevado. Como se puede observar en el Cuadro 4, el crédito interno total aumentó 27,2 por ciento durante el 2007, lo cual es más alto que el promedio de los últimos 10 años (20,7 por ciento), más que la inflación (10,8), o incluso mayor que el crecimiento del PIB nominal (17,6 por ciento). Dado que el crédito al sector público se redujo 40,8 por ciento durante el 2007, el sector privado es quien recibió una mayor porción crédito total, experimentando un crecimiento de 38,7 por ciento durante el año. Este crecimiento también es muy superior al promedio de los últimos 10 años (27,7 por ciento).

Cuadro 4
Tasas de Crecimiento del Crédito Interno Neto Total, Crédito al Sector Público y al Sector Privado

	2006	2007	Promedio 1998-2007
Crédito Total	19,30%	27,20%	20,70%
Crédito al S. Público	-14,40%	-40,80%	5,30%
Crédito al S. Privado	27,70%	38,70%	27,70%

Fuente: Cálculos hechos por el autor con base a datos del Banco Central de Costa Rica

Durante el período 1998-2007, por lo tanto, se observa un crecimiento constante del crédito al sector privado, mientras que el sector público recibe una proporción cada vez menor de crédito de parte del Sistema Bancario Nacional. Esto se refleja en el hecho de que, mientras el crédito interno total representaba una proporción similar del PIB en el 2007, comparado con 1998 (ver Gráfico 1), la relación crédito al sector privado-PIB pasó de 22,4 a 36,6 por ciento, pero la relación del crédito al sector público sobre PIB disminuyó de 15,9 a 2,6 por ciento en el período. La disminución del financiamiento bancario hacia el sector público se puede explicar, en buena medida, por la reducción del déficit fiscal en los años recientes. El aumento del crédito al sector privado, como se ha mencionado anteriormente, se puede justificar por el dinamismo de la economía en años recientes y por las bajas tasas de interés presentes durante los últimos 2 años.



Fuente: Cálculos hechos por el autor, con base a datos del Banco Central de Costa Rica.

CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN LA CARTERA DE CRÉDITO.

Como se vio anteriormente, si bien se observó un elevado crecimiento del crédito al sector privado en Costa Rica durante el 2007, los activos financieros manejados por el Sistema Bancario Nacional no se incrementaron en la misma proporción. Pareciera, por lo tanto, que la función de la banca de trasladar recursos de ahorrantes a deudores no creció significativamente durante el año, sino que se dio un cambio en la

composición de los deudores que recibían el ahorro, que ya de todas maneras se venía manejando a través de la banca costarricense.

Dentro del análisis del crecimiento del crédito, y su posible contribución al desarrollo de un país, por lo tanto, es importante examinar también que sectores son los que están siendo financiados por medio de crédito del sistema financiero. Se quisiera saber si el alto crecimiento del crédito al sector privado durante el 2007 está dirigido a todos los sectores de la economía, o si, por el contrario, son unos pocos sectores los que capturan la mayor parte del mismo. Interesa hacer este análisis, para determinar si existen algunos sectores dentro de la economía que están recibiendo crédito en forma desproporcional, relacionado con su participación dentro de la economía o con respecto al dinamismo demostrado en los últimos años. Si fuera el caso de que algún sector estuviera recibiendo mucho más crédito del que le corresponde (de acuerdo a participación o dinamismo), pudiera ser que se estuvieran gestando desequilibrios dentro del sistema financiero, en el sentido de que el crédito otorgado no corresponde a la capacidad de pago de los deudores, que podrían eventualmente transformarse en riesgos importantes para las instituciones financieras. Por el contrario, se podría dar el caso de algún sector de la economía que está recibiendo menos crédito del que le podría corresponder (de nuevo, de acuerdo a participación o dinamismo), lo cual podría ser el reflejo de alguna deficiencia en el grado de bancarización del país, en el sentido de que dicho sector no estaría siendo bien atendido por el sistema financiero nacional.

A pesar de que se conocen las limitaciones en el uso de las estadísticas sobre crédito por sectores, ya que estas no necesariamente reflejan el uso que se le da al mismo, al menos nos da una idea de las actividades que pueden estar siendo financiadas por la banca.¹² Como se puede observar en el Cuadro 5, las tasas de crecimiento del crédito destinado a los principales sectores de la economía fueron más uniforme durante el 2007 que en años previos. Así, por ejemplo, mientras que durante los últimos 10 años la diferencia entre el sector de menos crecimiento (agropecuario, 16,2 por ciento) y el de mayor crecimiento (Vivienda y Construcción, 39,6 por ciento) es de 23,4 puntos porcentuales, durante el 2007 la dispersión de las tasas de crecimiento entre las mismas actividades fue de 14,9 puntos porcentuales.¹³ Esto significa que durante el último año, el crecimiento del crédito otorgado por las entidades bancarias se repartió de manera más uniforme entre todos los sectores, y que todas lograron tener tasas de crecimiento relativamente altas, mayores que el promedio de los últimos 10 años para todos los sectores más importantes de la economía.

¹² Por el principio de la “transitividad” del dinero, nunca se puede asegurar que un crédito otorgado a cierta actividad fue en realidad utilizado para financiar un proyecto de esa misma actividad. Por ejemplo, alguien que tiene un proyecto productivo y ya tiene el dinero para llevarlo a cabo, puede solicitar un préstamo diciendo que lo invertirá en esa actividad productiva. Cuando recibe el dinero del crédito, lo une al suyo propio, y toma la decisión de financiar la actividad productiva más gastar el dinero restante en algo adicional, como comprar un vehículo, por ejemplo. En el margen, por lo tanto, el crédito otorgado para la actividad productiva en realidad se utilizó para financiar un vehículo.

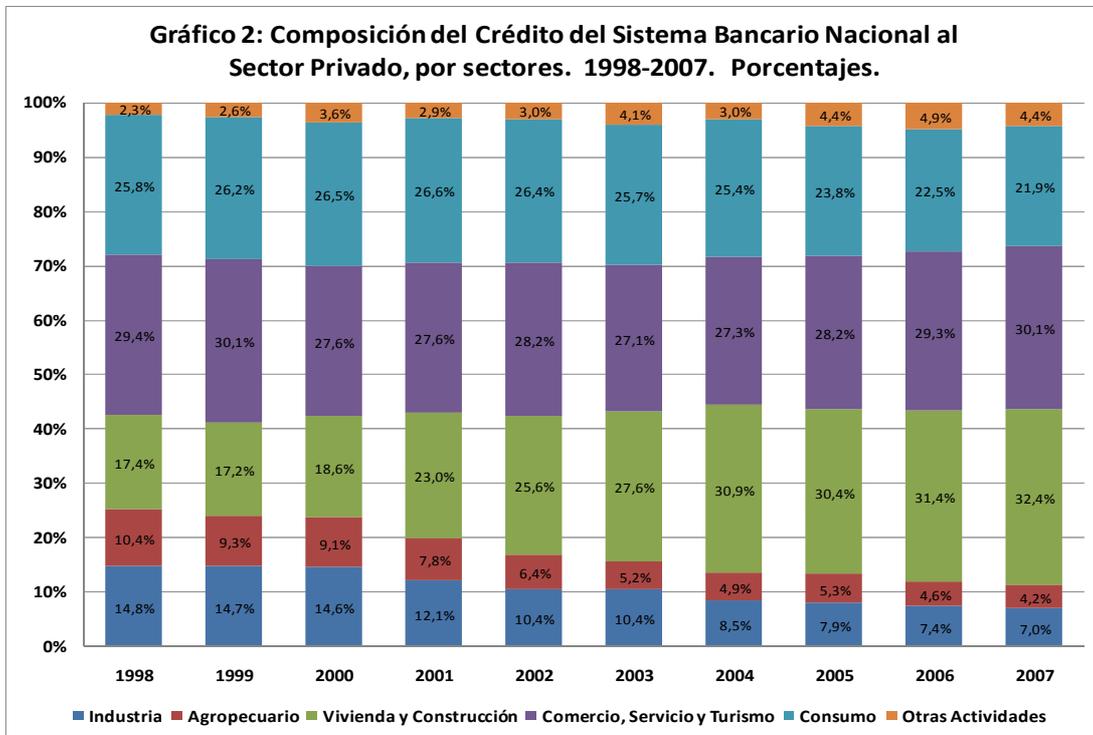
¹³ Para el cálculo de la dispersión entre tasas de crecimiento no se tomó en cuenta el sector de “Otras Actividades”.

Cuadro 5
Tasas de Crecimiento de Crédito del Sistema Bancario Nacional, por sectores. 1998-2007. Porcentajes

	2006	2007	Promedio 1998-2007
CRÉDITO al S. PRIVADO	27,70%	38,70%	27,70%
Industria	19,80%	30,60%	18,80%
Agropecuario	9,40%	28,50%	16,20%
Vivienda y Construcción	32,00%	43,40%	39,60%
Comercio, Servicio y Turismo	32,30%	42,60%	28,90%
Consumo	20,70%	35,10%	24,20%
Otras Actividades	43,90%	22,90%	35,90%

Fuente: Cálculos hechos por el autor, con base a datos del Banco Central de Costa Rica.

Los sectores que más crecimiento han mostrado en los últimos 10 años en el crédito recibido, y el 2007 no es la excepción, son los relacionados con el mercado Inmobiliario (Vivienda y Construcción), el sector Servicios (Comercio, Servicio y Turismo) y el de Consumo. Los sectores productivos tradicionales, como lo son el Agropecuario y el Industrial, se han quedado rezagados, con respecto a los demás. En el Gráfico 2 se observa como la participación de estos sectores tradicionales ha decaído en la última década; de recibir un 25,2 por ciento del crédito en 1998, en el último año sólo recibieron 11,2 por ciento del total.



Fuente: Cálculos hechos por el autor, con base a datos del Banco Central de Costa Rica.

Esta pérdida de participación se puede justificar parcialmente por el menor dinamismo que estos sectores demuestran en la economía, especialmente para la Agricultura. Así, mientras que en 1998 la producción Agropecuaria representaba un 11,2 por ciento del PIB total del país, para el 2007 su participación había bajado a 10 por ciento. Esto se debe a que mientras el sector Agropecuario tuvo crecimiento promedio de 1,1 por ciento anual entre 1998 y 2007, el resto de la economía creció al 5,5 por ciento promedio anual. La menor participación del sector Agropecuario dentro de la repartición de crédito del Sistema Bancario Nacional, por lo tanto, corresponde a su menor dinamismo y a su caída en su importancia relativa dentro de la economía. Al medir el crédito otorgado al sector Agropecuario con respecto a la producción particular del mismo sector, se puede observar como esta ha caído ligeramente, de 17,1 por ciento en 1998 a 15,5 por ciento en el 2007 (ver Cuadro 6).

Cuadro 6
Crédito por sectores, con respecto al PIB y con respecto a la Producción Sectorial.
Porcentajes. Años seleccionados

	1998	2002	2007
CRÉDITO al S. PRIVADO/PIB	18,5%	25,4%	36,6%
Industria/PIB	2,7%	2,7%	2,5%
Agropecuario/PIB	1,9%	1,6%	1,5%
Vivienda y Construcción/PIB	3,2%	6,5%	11,9%
Comercio, Servicio y Turismo/PIB	5,4%	7,2%	11,0%
Consumo/PIB	4,8%	6,7%	8,0%
Industria/PIB Ind	12,4%	12,2%	11,0%
Agropecuario/PIB Agr.	17,1%	16,1%	15,5%

Fuente: Cálculos hechos por el autor, con base a datos del Banco Central de Costa Rica.

Por otra parte, mientras que el sector Industrial ha ganado participación dentro de la producción total (de 21,9 por ciento en 1998 a 23,3 en 2007), su participación en el crédito otorgado ha disminuido significativamente (de 14,8 a 7 por ciento, en Gráfico 2). Como resultado, la relación entre el crédito al sector Industrial y su producción ha disminuido durante los últimos 10 años, pasando de ser un 12,4 por ciento en 1998 a 11 por ciento en 2007 (Cuadro 6). En este caso, por lo tanto, dado que el sector industrial ha crecido en su producción a la misma tasa que el resto de la economía, su pérdida de participación dentro del sistema bancario no puede estar justificada por la falta de dinamismo del sector.¹⁴ Una hipótesis que se puede plantear es que el buena parte del dinamismo de este sector está asociado con la instalación de empresas transnacionales, especialmente bajo el régimen de Zona Franca, que no utilizan el crédito local para financiar sus operaciones.¹⁵

¹⁴ El crecimiento promedio de la producción Industrial durante el período 1998-2007 fue de 5,6 por ciento, mientras que el PIB total creció 5,5 por ciento promedio en el mismo período.

¹⁵ Tal es el caso de Intel, por ejemplo, que se instaló en el país en 1997, así como algunas empresas del sector de fabricación de implementos médicos.

El sector que ha mostrado la tasa de crecimiento de crédito más alta durante los últimos 10 años es el relacionado con la Vivienda y la Construcción (39,6 por ciento por año). De igual manera, el crecimiento del crédito para este sector durante el 2007 es el más alto de todos los sectores (43,4 por ciento). Si bien el crédito destinado al sub-sector de Construcción no necesariamente está dedicado enteramente a financiar viviendas, ya que puede incluir el financiamiento de la construcción de proyectos comerciales o industriales, para efectos de este trabajo se han agrupado en uno mismo. De todos modos, el sub-sector de Vivienda representa el 86 por ciento del crédito de este sector.

En términos de participación en el crédito total, el sector de Vivienda y Construcción ha pasado de un 17,4 por ciento en 1998 a un 32,4 por ciento en el 2007. Si lo comparamos con respecto a la producción nacional, en 1998 este sector recibió crédito equivalente al 3,2 por ciento del PIB, mientras que para el 2007 ya había subido a 11,9 por ciento. O sea, en 10 años prácticamente se triplicó el nivel de profundización bancaria, en términos de crédito, para el sector de Vivienda y Construcción.

Varios factores pueden haber influido sobre este fenómeno. Por un lado, se debe tomar en cuenta que hacia 1998, la atención del sistema bancario al sector vivienda se podía considerar como bajo, debido a la carencia de instrumentos de financiamiento de largo plazo y al elevado nivel de las tasas de interés reales en colones (alrededor de 18 por ciento). Para ese año, las opciones existentes en el mercado bancario para financiar activos de largo plazo en moneda local, con una cuota de pago accesible para muchos deudores, eran muy escasas. Conforme la economía costarricense logró estabilizar el nivel de inflación alrededor de 10 por ciento, con un tipo de cambio relativamente predecible (gracias al sistema de mini-devaluaciones), el sistema bancario empezó a ofrecer más instrumentos de crédito de largo plazo, especialmente denominados en moneda extranjera. Para el 2007, la oferta de crédito para vivienda de parte de los bancos ya era muy variada, con plazos de hasta 30 años, con tasas de interés fija (al menos para parte del plazo), créditos denominados en unidades de desarrollo, entre otros.¹⁶

Por otro lado, el dinamismo mostrado por el sector de Vivienda y Construcción, especialmente en los años más recientes, ha provocado que los bancos le pongan más atención al sector. La producción del sector construcción, particularmente, ha crecido a tasas de 18 y 21 por ciento en el 2006 y 2007, respectivamente.¹⁷ Buena parte de este "boom" inmobiliario que vive el país está relacionado con la entrada de capital extranjero, especialmente en la zona costera del Pacífico, tanto en Guanacaste como en Puntarenas. Si bien se podría decir que la mayor parte de los extranjeros no requieren de crédito de parte de la banca local para sus inversiones, aparentemente las compañías constructoras relacionadas con estos proyectos si se están financiando a

¹⁶ Ver artículo en La Nación, 11 de junio de 2007: "Bancos buscan a clase media con préstamos accesibles".

¹⁷ Tasa de crecimiento anual del sub-sector "Construcción" dentro de la medición del PIB hecha por el Banco Central de Costa Rica.

través del sistema bancario nacional. De hecho, el crecimiento del crédito al sub-sector construcción creció en 67 y 62 por ciento en los últimos dos años.¹⁸

El segundo sector que ha mostrado más dinamismo en el crecimiento del crédito durante el período de análisis es el relacionado con el comercio y los servicios (Comercio, Servicio y Turismo). El crédito a este sector creció a un ritmo anual promedio de 29 por ciento entre 1998 y 2007, destacando sobretodo el crecimiento del crédito destinado al sub-sector de Turismo, de 35 por ciento en promedio para el período. Durante el 2007, sin embargo, además del alto crecimiento del crédito al Turismo, destacó el destinado al sub-sector de Servicios, que creció 57,4 por ciento, segunda tasa más alta de crecimiento después del crédito a Construcción. Si bien el crecimiento del crédito a este sector relacionado con los servicios no es tan alto como el otorgado al relacionado con el sector inmobiliario, la relación de crédito sobre el PIB para el Comercio, Servicio y Turismo pasó de 5,4 en 1998 a 11,0 por ciento en 2007. Finalmente, dentro del análisis de la composición del crédito durante el período, cabe destacar que el crédito destinado al Consumo de parte del Sistema Bancario Nacional ha tenido un crecimiento ligeramente inferior al promedio del crecimiento anual del crédito total al sector privado (24,2 por ciento, Cuadro 5). Incluso, durante el 2007, si bien el crecimiento del crédito a este sector fue superior al promedio de los últimos 10 años, sigue siendo ligeramente inferior al crecimiento del crédito total (35,1 versus 38,7 por ciento, respectivamente). Al igual que lo observado para los otros sectores de la economía, con excepción de la Industria y del Agropecuario, el crédito dirigido al Consumo de parte del Sistema Bancario Nacional ha aumentado como proporción del PIB (de 4,8 por ciento en 1998 a 8,0 en 2007).

Cabe destacar, además, que el crédito dirigido a las familias (Consumo y Vivienda, principalmente), tiene un alto grado de importancia dentro del sistema bancario. Durante el 2007, el 50 por ciento del crédito otorgado al sector privado fue dirigido a estos dos sectores. Ahora bien, el crecimiento del crédito otorgado a este grupo durante el año pasado fue muy similar al promedio: mientras el crédito total creció en 38,7 por ciento, el crédito al Consumo y Vivienda creció en 38,3 por ciento.

De la evolución de la composición del crédito durante el 2007, se puede concluir que no hay cambios significativos en la misma durante este año. Los sectores que han venido mostrando un alto grado de dinamismo dentro de la economía durante los últimos años, tales como los de Servicios, Turismo y Construcción, son los mismos que muestran las tasas de crecimiento de crédito más altas durante el 2007. Al contrario, los sectores productivos tradicionales, como el Industrial y el Agropecuario, no sólo han venido perdiendo participación dentro de la producción nacional, sino también dentro del crédito otorgado dentro del Sistema Bancario Nacional.

¹⁸ El crédito al sub-sector Vivienda, por su parte, creció a una tasa de 28 y 41 por ciento, en el 2006 y 2007, respectivamente.

EFFECTOS DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO SOBRE LA ECONOMÍA.

Altas tasas de crecimiento del crédito, que no corresponden a un mayor proceso de bancarización dentro de la economía, son usualmente fuente de preocupación para las autoridades. Particularmente, los bancos centrales se preocupan por las posibles implicaciones sobre las presiones inflacionarias y sobre la Balanza de Pagos, mientras que las superintendencias de entidades financieras piensan en los posibles efectos de mediano plazo sobre la calidad de las carteras crediticias de sus supervisados.

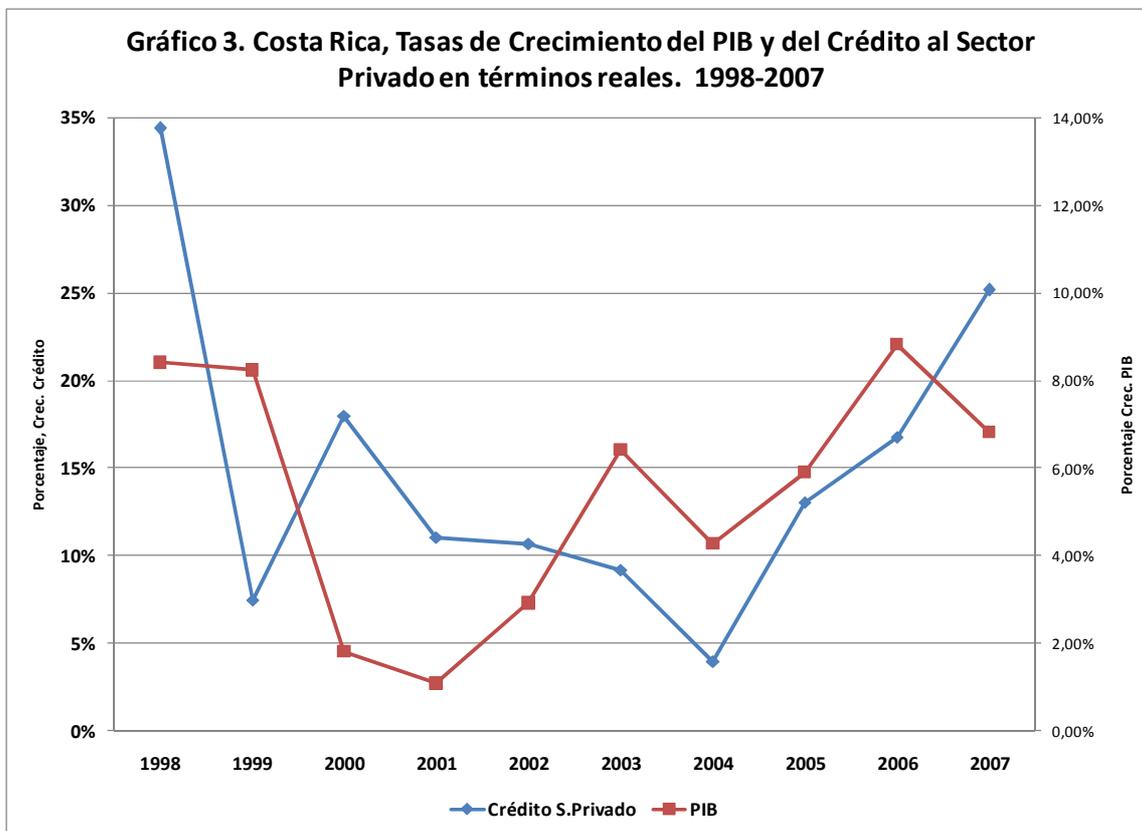
Desde el punto de vista macroeconómico, el efecto multiplicador del crédito bancario genera un crecimiento en la oferta monetaria, el cual, si no corresponde a un aumento de la demanda de dinero que lo acompañe, puede devenir en presiones inflacionarias. Incluso, en una economía abierta como la costarricense, esa presión también se puede manifestar sobre el tipo de cambio, ya sea por la apreciación real que se da por el aumento de la inflación, o a través de un aumento de la demanda por bienes importados.

Ahora bien, si el crecimiento del crédito obedeciera a un proceso de aumento en el nivel bancarización, donde cada vez más agentes económicos tienen acceso al crédito, cuando antes no lo tenían, entonces es más difícil que pueda suceder una crisis financiera con altos niveles de inflación o de devaluación. Si el crédito cumple adecuadamente su función de intermediación, y contribuye así de manera significativa al aumento de productividad dentro de la economía, la producción aumentará de manera simétrica con el aumento de demanda, eliminando así las presiones sobre la inflación o el tipo de cambio. Aún y cuando el crédito este dirigido a financiar un aumento del consumo, la mayor demanda por bienes y servicios puede generar un incentivo para que los entes productivos busquen aumentar la producción y nivelar la oferta con la demanda, sin que necesariamente se aumenten los precios. El problema que se puede dar, bajo esa línea de análisis, es que los tiempos de respuesta de la producción son usualmente más lentos que los aumentos de demanda, en cuyo caso se pueden presentar las presiones inflacionarias en el corto plazo. O, incluso, puede ser que buena parte de la demanda adicional se canalice a través de un aumento en las importaciones (por la incapacidad de la producción interna de satisfacerla), provocando un aumento en el déficit de cuenta corriente externo y poniendo presión a una devaluación de la moneda local.

El crecimiento del crédito durante el 2007 es el segundo más alto de los últimos 10 años, en términos reales (únicamente superado por el de 1998). Cuando se compara el crecimiento del crédito con el de la producción (Gráfico 3), se observa que no hay una relación muy directa entre los mismos.¹⁹ Así como se pueden observar años en los que el PIB crece mucho y el crédito crece poco (1999), existen otros años en los que ambas variables crecen mucho (1998). Aún así, se puede notar que luego del 2003 se da un mayor acompañamiento entre el crecimiento del crédito y el del PIB. Sin que se quiera implicar una relación de causalidad, se observa en el Gráfico 3 que, a partir del 2004, conforme la economía fue ganando dinamismo, el crédito fue creciendo cada vez más.

¹⁹ Una regresión simple entre el crecimiento real del crédito al sector privado y el crecimiento del PIB, entre 1998 y 2007, arroja un Índice de Correlación (R^2) muy bajo (12%). Aún y cuando se tomen únicamente los datos del período 2003 al 2007, el Índice de Correlación apenas llega a 40%.

La excepción se da, precisamente, en el 2007, cuando el PIB ya no crece tanto como el año anterior, y, sin embargo, sí se da un mayor crecimiento en el crédito.



Fuente: Cálculos hechos por el autor, con base a datos del Banco Central de Costa Rica.

Del análisis comparativo entre el crecimiento del PIB y del crédito, por lo tanto, se puede inferir que, desde el punto de vista macroeconómico, no se visualiza un desalineamiento significativo durante el 2007. Si bien el crecimiento del crédito es alto, está correspondido por un crecimiento del PIB que está por encima de la media de los últimos años. Además, y como se mencionó en la sección anterior, los sectores que recibieron la mayor proporción del nuevo crédito otorgado se sitúan entre los más dinámicos de la economía. La preocupación que existe, sin embargo, es que los efectos de un elevado crecimiento del crédito en un año, puede que no reflejen sino hasta el período siguiente. En ese sentido, es digno de darle seguimiento al hecho de que mientras que la economía se está desacelerando, el crédito más bien haya crecido aún más en el 2007. A la luz de un eventual impacto negativo del menor crecimiento de la economía de Estados Unidos sobre la producción costarricense, se podrían estar incrementando los niveles de riesgo sobre la economía, y, particularmente, sobre el sistema financiero.

Ante un menor crecimiento de la economía, especialmente si este está ligado a una desaceleración del sector exportador de bienes y servicios, producto del menor dinamismo de la demanda norteamericana, se podría generar un panorama en el cual el ingreso disponible de los costarricenses crezca mucho menos en el 2008 que el promedio de los últimos años.²⁰ La capacidad de pago de los deudores se vería mermada en ese caso, con un consecuente aumento de riesgo de morosidad dentro del sistema financiero nacional. Pero, al mismo tiempo, un posible menor crecimiento de las exportaciones, del turismo y del ingreso de inversión directa de parte de los norteamericanos, podrían ejercer presión sobre la Balanza de Pagos y, por ende, sobre el tipo de cambio. Una eventual devaluación del colón frente al dólar provocaría un aumento en las cuotas sobre préstamos (en colones), aumentando así el potencial de aumento de morosidad de los préstamos denominados en moneda extranjera, para deudores no generadores de divisas.

Si, al mismo tiempo, y como una posible reacción del Banco Central ante la devaluación del colón, las tasas de interés aumentaran, la presión sobre la capacidad de pago sobre los deudores en moneda nacional aumentaría. Como se mencionó anteriormente, dado que el nivel de tasas de interés pasivas en colones es negativo en términos reales, y que las activas están en bajos históricos, es muy plausible pensar en un escenario, en el futuro cercano, en el cual las tasas de interés aumenten significativamente.²¹ Bajo esas circunstancias se daría un aumento de la cuota de pago de los préstamos denominados en moneda nacional, casi en la misma proporción en que aumenten las tasas, elevando así el riesgo de morosidad dentro del sistema financiero.

Otro posible riesgo que conlleva una tasa de crecimiento de crédito elevado, este desde el punto de vista microeconómico, tiene que ver con el proceso de selección de la cartera crediticia de parte de las instituciones financieras. Por la premura en el tiempo o por la carencia de personal adecuadamente capacitado para atender la gran cantidad de nuevas solicitudes de crédito, puede ser que las instituciones financieras descuiden el proceso mediante el cual califican y evalúan el riesgo de los nuevos clientes. Si se toma en cuenta que el crecimiento promedio de las carteras de todos los bancos del Sistema Bancario Nacional fue de 38,7 por ciento en el 2007, se infiere que hubo algunas instituciones particulares cuyo crecimiento superó con creces dicha tasa de crecimiento. Pensar en que algunas de ellas experimentaron un crecimiento en sus carteras superior al 50 por ciento en el año no es difícil. De ahí que se pueda presumir que algunos de los riesgos potenciales de dichas carteras no hayan sido evaluados correctamente.

Ante el aumento en la entrada de capitales financieros del exterior, junto con la escasa participación del gobierno y del Banco Central en la colocación de bonos, los bancos experimentaron un aumento significativo en los fondos disponibles para prestar. Este hecho, que implicaba la existencia de pocas alternativas rentables para la colocación

²⁰ El Ingreso Nacional Disponible ha crecido en promedio 7,7 por ciento en términos reales, en los últimos 2 años.

²¹ En la sección siguiente se tratará el tema del manejo de la política monetaria y cambiaria en un panorama de altas tasas de crecimiento del crédito y tipo de cambiario fluctuante.

del exceso de liquidez, puede haber provocado que las instituciones financieras decidieran “suavizar” sus condiciones de crédito.²² Incluso, en estas circunstancias es usual ver como las instituciones financieras recurren a mecanismos de crédito “novedosos” para atraer nuevos clientes.²³ En el caso específico del crédito de vivienda, la valoración de la propiedad a hipotecar puede ser un elemento en el cual las instituciones financieras podrían incurrir en errores. Ante la desaceleración de la economía norteamericana, existe la posibilidad de que el sector inmobiliario costarricense sea impactado de manera significativa, al punto incluso de que los precios de las viviendas caigan, afectando así tanto a deudores como instituciones financieras.

Al observar los datos de morosidad en el sistema financiero nacional durante el 2007, se nota que ésta más bien ha disminuido. El porcentaje de cartera al día sobre cartera total para todas las entidades financieras aumentó de 91,8 a 93 por ciento, entre el 2006 y 2007 (ver Cuadro 7). Con excepción de los bancos privados, los demás tipos de instituciones financieras también mejoraron la atención de su cartera. De igual manera, todos los principales sectores económicos mostraron mejores índices de pago al día en los créditos. Los únicos sectores en que la mejora en el porcentaje de cartera al día no es tan notoria como en los demás sectores, son el de Consumo, que apenas aumenta de 87,3 a 87,7 entre el 2006 y 2007, y el de Comercio, Servicio y Turismo, que mejora en el 2007, pero termina con un índice menor que en el 2005.

Cuadro 7
Cartera al Día con respecto a Cartera Total, según Tipo de Institución Financiera y según Actividad. Porcentaje. 2005-2007

	2005	2006	2007
TOTAL SISTEMA FINANCIERO	91,40%	91,80%	93,00%
Bancos Estatales y creados por Ley	89,00%	89,90%	92,30%
Bancos Privados	95,90%	95,50%	94,20%
Entidades Financieras y Otros	87,90%	86,70%	92,60%
Industria	94,20%	91,30%	98,50%
Agropecuario	97,00%	95,60%	98,30%
Vivienda y Construcción	87,50%	89,70%	92,30%
Comercio, Servicio y Turismo	97,50%	95,90%	97,20%
Consumo	86,30%	87,30%	87,70%

Fuente: Cálculos hechos por el autor con base en datos de la Superintendencia de Entidades Financieras

²² De hecho, no sólo el nivel de las tasas de interés en colones se encontraban en un nivel bajo, sino también las tasas en moneda extranjera.

²³ De manera anecdótica, se puede mencionar que algunos bancos ofrecieron créditos para financiar más del 100 por ciento del valor de las viviendas, mientras que otros ofrecían plazos mayores, con tal de mejorar las condiciones del crédito, o de la cuota de pago, de los clientes, y ganarse el favor de los mismos sobre otras instituciones.

Estos datos de cartera al día no necesariamente reflejan los riesgos a los que se están enfrentando las entidades financieras, o que podrían enfrentar ante cambios en los parámetros económicos. Es más, es previsible que en un año de alto crecimiento del crédito los índices de cartera al día mejoren, por simple cálculo matemático. Al poco tiempo de otorgados los créditos, es menos probable que estos entren en mora que cuando ya ha pasado cierto tiempo, por lo que en un principio el porcentaje de cartera al día sobre cartera total mejora. Con el tiempo, sería de esperar que ese porcentaje se deteriore, y aún más si los riesgos esbozados en esta sección se materializan.

Esto es, en caso que la economía costarricense crezca mucho menos en el 2008 y hacia adelante, que las tasas de interés aumenten, que se de una fuerte devaluación del colón, o que el sector inmobiliario pierda su dinamismo, se podría esperar que los índices de morosidad de todo el sistema financiero se deterioren. Que tan grave pueda ser este deterioro dependerá de que tan grandes sean los cambios en el entorno económico, por un lado, y de que tanto puedan haber “suavizado” las instituciones financieras su análisis de riesgo al otorgar los créditos, bajo un ambiente de alto crecimiento del crédito, por otro lado.

Cuadro 8
Indicadores de Calidad de Cobertura de Riesgo Crediticio, para Bancos Estatales y Privados. Porcentajes. 2005-2007

	2005	2006	2007 ^{1/}
ESTIMACION/CARTERA VENCIDA ^{2/}			
Bancos Estatales	1,88	1,98	1,7
Bancos Privados	1,51	1,48	1,36
(CARTERA VENCIDA - ESTIMACION)/ PATRIMONIO			
Bancos Estatales	-5,82%	-6,54%	-4,59%
Bancos Privados	-4,58%	-3,83%	-3,10%

^{1/} Setiembre 2007

^{2/} Número de Veces

Fuente: Informe Trimestral del Sistema Financiero Nacional del Banco Central de Costa Rica

Como se observa en el Cuadro 8, ante un panorama de un posible aumento del riesgo de la cartera de las instituciones financieras, en lugar de mejorar los indicadores de calidad de cobertura del riesgo crediticio, tanto bancos estatales como privados los desmejoraron en el 2007. La estimación de cobertura que hacen los bancos con respecto a la cartera vencida disminuyó para ambos tipos de bancos. En los estatales, la estimación pasó de ser 1,98 veces la cartera vencida en el 2006 a 1,70 veces en el 2007; mientras que para los privados pasó de 1,48 a 1,36 veces en los mismos años. De manera concordante, la relación cartera vencida menos estimación sobre patrimonio (grado de exposición del patrimonio ante posibles pérdidas por morosidad) disminuyó para ambos tipos de bancos. En otras palabras, ante el elevado aumento de la cartera de crédito, los bancos no han mejorado las coberturas por los posibles riesgos adicionales que pueden estar incurriendo.

MANEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

Desde el punto de vista del manejo de la política monetaria, el 2007 fue un año de grandes cambios. Luego de 22 años de prevalencia de un régimen cambiario caracterizado por mini-devaluaciones, el Banco Central decide adoptar un sistema de bandas cambiarias en octubre 2006. Dado un flujo positivo de divisas al país, gracias a una fuerte entrada de capitales que permitió compensar el déficit de cuenta corriente, el tipo de cambio tendió a revaluarse durante el 2007 (4,1 por ciento). En este proceso se generaron expectativas de que el colón tendía hacia una mayor apreciación, fomentando aún más la entrada de capitales de tipo financieros. Es así como se ve un cambio en la composición de los activos dentro del sistema financiero, aumentando la proporción de la riqueza financiera denominada en moneda nacional sobre el total, pasando de 53,8 a 61,1 por ciento, entre el 2006 y el 2007 (ver Cuadro 2).

Bajo el régimen de bandas cambiarias, y dada la fuerte entrada de capitales financieros, el Banco Central se vio obligado a comprar el excedente de divisas que se generaba en el mercado, al tipo de cambio que el mismo banco había determinado como el nivel inferior de la banda. La emisión de dinero que implica la compra de esas divisas generó presión adicional sobre la inflación. Como ya se mencionó en la primera sección de este trabajo, la reacción del Banco Central para tratar de detener el flujo de capital financiero, fue la de bajar las tasas de interés pasivas, llevándolas a niveles negativos en términos reales (Cuadro 1). Esto, a su vez, llevó a una baja en las tasas activas del sistema financiero, llegando al menor nivel en los últimos 10 años. Se puede decir que este bajo nivel de las tasas activas es responsable, en buena medida, del elevado crecimiento de crédito observado durante el 2007. Y con todo, las presiones inflacionarias generadas por la emisión monetaria para defender la banda inferior del tipo de cambio, así como por el aumento del crédito, provocaron que la inflación terminara en el 2007 alejada del objetivo del Banco Central, en 10,8 por ciento.

Ante este panorama, el Banco Central se enfrenta a un dilema de cómo controlar las presiones inflacionarias. Una de las razones para abandonar el régimen de mini-devaluaciones fue, precisamente, que el ente emisor sentía que había perdido grados de libertad para controlar la inflación. En lo que se ha denominado como la “Trinidad Imposible”, un banco central operando en una economía con la cuenta de capitales abierta, no puede perseguir un objetivo de mantener un determinado nivel de tipo de cambio al mismo tiempo que trata de controlar la inflación.²⁴ Con el paso al régimen de bandas cambiarias, y dado que el excedente de divisas en el mercado llevó a que el tipo de cambio se apreciara durante el 2007, pero a un nivel igual al que denotaba el límite inferior de la banda cambiaria, el problema de la “Trinidad Imposible” no se resolvió.²⁵

²⁴ Ver Mora y Prado (2007) para un análisis más extenso de la Trinidad Imposible.

²⁵ El excedente de divisas llevó a que el Banco Central tuviera que defender el piso de la banda comprando dicho excedente, y limitando así que el tipo de cambio llegará a niveles aún más bajos (una apreciación mayor). En ese sentido, el Banco Central continuaba defendiendo un nivel determinado de tipo de cambio, al mismo tiempo que quería controlar la inflación. El resultado neto fue que la compra de divisas le generó emisión monetaria más allá de lo que deseaba, generando presiones inflacionarias que

A finales del 2007, por lo tanto, el Banco Central de Costa Rica se encontraba con un panorama de tasas de interés reales negativas, y con una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio con acumulación de Reservas Internacionales Netas. Para evitar problema de la “Trinidad Imposible”, la alternativa que tiene el ente emisor, en este caso, es la de abandonar el objetivo de buscar o defender un determinado nivel de tipo de cambio, para concentrarse en una ancla u objetivo: la inflación. El mismo Banco Central ha anunciado que pretende migrar hacia un sistema de “Metas de Inflación”, y que las bandas cambiarias constituyen tan sólo un paso intermedio.²⁶ Bajo ese nuevo sistema, el régimen cambiario debería ser uno de “Flotación Administrada”, donde habría una preponderancia de la oferta y demanda de divisas, sobre un objetivo específico del Banco Central sobre su nivel.²⁷

Claro está, bajo esta alternativa, la volatilidad del tipo de cambio sería mucho mayor que la que se tenía con el sistema de mini-devaluaciones que imperó por tanto tiempo en Costa Rica. Bajo ese sistema anterior los agentes económicos se habían acostumbrado a un alto grado de predictibilidad del tipo de cambio, por lo que el riesgo cambiario en las operaciones crediticias se consideraba casi nulo. De ahí el alto grado de dolarización de la cartera crediticia que encontramos en el sistema financiero nacional. Ante la posibilidad de mayores variaciones del tipo de cambio, el riesgo cambiario se vuelve un elemento importante a considerar para las instituciones financieras. Incluso, dichas fluctuaciones probablemente se trasladen también a variaciones en las tasas de interés mayores a las experimentadas en años anteriores. Sin embargo, dada la misma ausencia de movimientos grandes en el pasado que mencionamos, no existen muchas opciones en el mercado para que los deudores adquieran instrumentos de cobertura cambiaria o de tasas de interés.²⁸

En este sentido, y a sabiendas que el Banco Central está cumpliendo paulatinamente los pasos para, eventualmente, adoptar el sistema de “Metas de Inflación” con un régimen cambiario de “Flotación Administrada”, el sistema financiero nacional debe asumir su cuota de responsabilidad, mejorando la cobertura que hace ante los mayores riesgos que se avecinan. Las distintas superintendencias, la de entidades financieras, la de valores y la de pensiones, deben advertir sobre estos riesgos a sus supervisados, y presionarlos para que mejoren las coberturas que hacen sobre los mismos. El cuidado que deben tener las superintendencias es en no caer en “coadministración” con los supervisados. La labor de las superintendencias debe ser la de ejercer una supervisión prudencial, eso es, advirtiendo sobre los posibles riesgos, tanto a las

hicieron imposible cumplir con el objetivo inicial del Banco Central de obtener una inflación por debajo del 10 por ciento en el 2007.

²⁶ Ver Banco Central (2006) y Méndez, et.al. (2002).

²⁷ El que sea una flotación “administrada” implica que el Banco Central aún se dejaría cierta discrecionalidad para intervenir en el mercado de divisas, y tratar de guiar el tipo de cambio hacia un nivel “deseado”. Sin embargo, se supone que el grado de intervención ya sería relativamente bajo, y que bajo este sistema el objetivo casi único del banco sería el nivel de inflación.

²⁸ Aún y cuando se empieza a ver algún grado de fluctuación del tipo de cambio, atrasos en la aprobación del reglamento de coberturas cambiarias de parte del Banco Central, así como la necesidad de un proceso de aprendizaje de todos los actores, hace posible prever que aún tomará más tiempo para que se de la aparición de este tipo de mecanismos de manera masiva dentro del mercado financiero costarricense.

instituciones financieras como a los clientes de las mismas, para que estos tomen las decisiones adecuadas. En este sentido, en Costa Rica se vive una coyuntura interesante, en el sentido de que se están dando cambios importantes a nivel del manejo del sistema financiero, que obliga a un cambio radical de la manera de pensar de todos los agentes involucrados. Tanto las instituciones financieras, como los clientes de las mismas y los entes supervisores, deben aprender a medir riesgos ante un panorama que no ha sido enfrentado por ellos durante muchos años (tal vez nunca). El proceso de aprendizaje puede ser duro, si no se toman las acciones preventivas del caso. Particularmente, el 2008 puede ser un año que enfrente a los agentes económicos ante un panorama de menor crecimiento económico, mayores tasas de interés y devaluación del tipo de cambio, que ponen en peligro la estabilidad de las instituciones financieras y de sus clientes.

COMENTARIOS FINALES

Del análisis de la evolución del crédito en Costa Rica durante el 2007 se desprende que, si bien este ha ido acompañando el alto crecimiento de la economía de los años recientes, y particularmente de los sectores más dinámicos de la misma, surgen retos importantes para el sostenimiento de la estabilidad del sistema financiero. Por un lado, dado que una parte importante del crecimiento del crédito durante el 2007 se dio gracias a un mayor financiamiento externo de parte de los bancos comerciales, el hecho de que la economía mundial, y particularmente la de Estados Unidos, se esté desacelerando (o incluso cayendo en recesión), implica que es poco probable que dicho crecimiento se pueda sostener a niveles tan elevados durante el 2008 y en adelante.

Por otro lado, el manejo de la política monetaria y cambiaria del Banco Central es complicado, en un ambiente de régimen cambiario semi-fluctuante (bandas cambiarias o flotación administrada), junto con altas tasas de crecimiento del crédito. Al querer limitar los movimientos del tipo de cambio dentro de su nuevo régimen, el Banco Central no ha podido evitar el problema de la “Trinidad Imposible”: sigue tratando de lograr bajar la inflación, controlar el tipo de cambio, teniendo una cuenta de capitales muy abierta. Al final de cuentas, ante la acumulación de Reservas Internacionales que se dio (al tener que comprar divisas para evitar que el tipo de cambio se revaluara más allá de lo que la banda inferior le dictaba), el Banco Central emitió más dinero que el que era compatible con su meta inflacionaria y propició un elevado crecimiento del crédito mediante tasas de interés negativas en términos reales.

La menor disponibilidad de recursos crediticios, junto con una eventual elevación de las tasas de interés y devaluación del tipo de cambio, en un ambiente de menor crecimiento económico, podrían llevar a muchos deudores a tener problemas de pago. Si a esto le agregamos un deterioro de las carteras crediticias de los bancos, producto de una mala selección de deudores, el reto para el 2008 y 2009 será el de mantener la estabilidad del sistema financiero costarricense. En ese sentido, el manejo de la nueva política cambiaria que pretende el Banco Central, llevándolo a una flotación administrada es una complicación adicional. Las primeras experiencias de fluctuaciones el tipo de cambio han demostrado que el mercado cambiario

costarricense es muy pequeño, y que existen participantes de gran tamaño dentro del mismo (muchos de ellos de carácter público). Si a esto le agregamos el hecho de que pueden existir asimetrías de información en el mercado, las fluctuaciones de tipo de cambio podrían ser grandes en el futuro cercano, complicando aún más la estabilidad del sistema financiero, dado el alto grado de dolarización que aún persiste dentro del mismo.

En general, por lo tanto, el elevado crecimiento del crédito que experimentó Costa Rica durante el 2007 presenta riesgos importantes hacia el futuro cercano. Si bien estos riesgos aún no se reflejan en aumentos en las tasas de morosidad de los bancos, cambios drásticos en las condiciones macroeconómicas pueden cambiar este panorama. El Banco Central, por lo tanto, tiene el reto de manejar su política monetaria y cambiaria con suma cautela. Movimientos bruscos de tasas de interés y de tipo de cambio, en un ambiente de menor crecimiento económico pueden poner en peligro la capacidad de pago de muchos nuevos deudores del sistema bancario.

REFERENCIAS

Adams, Dale W, Claudio González-Vega y J.D. Von Pischke, eds. (1987). *“Crédito Agrícola y Desarrollo Rural: La Nueva Visión”*. San José: The Ohio State University.

Arce, José Luis (2007). *“El auge del crédito dirigido a los consumidores y las familias: Principales implicaciones económicas y financiera”*. Informe Final para el Decimotercer Informe sobre el Estado de la Nación.

Banco Central de Costa Rica (2006). Comunicado de Prensa, Viernes 13 de octubre del 2006.

Informe Trimestral del Sistema Financiero del Banco Central de Costa Rica, Setiembre 2007.

La Nación, 11 de junio de 2007: *“Bancos buscan a clase media con préstamos accesibles”*. San José, Costa Rica.

Méndez, Eduardo; Carlos, Mora; Eduardo Prado y Mario Solano (2002). *Opciones de Política Cambiaria para Costa Rica*. San José, Costa Rica. Banco Central de Costa Rica, Documento de Investigación del Departamento de Investigaciones Económicas del Departamento Monetario. DIE-DM/03-2002-DI/R

Mora, Mariela y Eduardo Prado (2007). *“El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación”*. Informe Final para el Decimotercer Informe sobre el Estado de la Nación.