



Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2021

Investigación de base

Estabilidad macroeconómica y condiciones monetarias y crediticias durante el 2020 y primeros meses del 2021

Investigadores:

Pamela Jiménez Fontana
José Luis Arce Durán

San José | 2021



330.728.6
J61e

Jiménez Fontana, Pamela.

Estabilidad macroeconómica y condiciones monetarias y crediticias durante el 2020 y primeros meses del 2021 / Pamela Jiménez Fontana, José Luis Arce Durán. -- Datos electrónicos (1 archivo : 700 kb). -- San José, C.R. : CONARE - PEN, 2021.

ISBN 978-9930-607-92-3

Formato PDF, 19 páginas.

Investigación de Base para el Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2021 (no. 27)

1. MACROECONOMÍA. 2. POLÍTICA MONETARIA. 3. CREDITO. 4. COSTA RICA. I. Arce Durán, José Luis. II. Título.



Tabla de contenidos

Presentación	4
Introducción.....	4
A pesar del resurgimiento de presiones inflacionarias, banco central mantiene política monetaria expansiva en el contexto de recuperación de la demanda y de la actividad económica	4
Como resultado del shock pandémico, el colón se deprecia sostenidamente de manera ordenada por la intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario y a la recuperación de la oferta de divisas	9
Una política monetaria contra cíclica y cambios extraordinarios en los conjuntos monetarios durante el shock pandémico caracterizaron las condiciones financieras durante los últimos meses	12
Intermediarios financieros extraordinariamente líquidos y estancamiento de la colocación de crédito al sector privado facilitaron la financiación gubernamental	16
Bibliografía	19

Presentación

Esta Investigación se realizó para el Informe Estado de la Nación 2021. El contenido de la ponencia es responsabilidad exclusiva de su autor, y las cifras pueden no coincidir con las consignadas en el Informe Estado de la Nación 2021 en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Introducción

En un contexto de crisis económica, como el experimentado en el 2020 por el golpe económico inducido por la pandemia, la estabilidad macroeconómica es fundamental para contener los efectos negativos de la contracción productiva. Dado este contexto, esta ponencia da seguimiento a la estabilidad macroeconómica de Costa Rica en el 2020 y los primeros meses del 2021, con perspectiva comparada. Específicamente, se analiza con detalle la evolución de la inflación, tipo de cambio, tasas de interés y los principales componentes de estas variables. El cierre de edición de esta ponencia fue agosto del 2021.

A pesar del resurgimiento de presiones inflacionarias, Banco Central mantiene política monetaria expansiva en el contexto de recuperación de la demanda y de la actividad económica

El golpe de la pandemia provocada por el virus Sars-Cov-2 no generó afectaciones significativas sobre la estabilidad macroeconómica – nivel general de precios y tipo de cambio – en tanto que, como es natural, la naturaleza del shock condujo a cambios en el comportamiento de los bancos, los depositantes, los tomadores de crédito – tanto familias como empresas – y reacciones de política económica por parte de la autoridad monetaria y los supervisores prudenciales que se hicieron notar en las condiciones financieras locales, particularmente en algunos indicadores clave como la liquidez total, tanto en su nivel, como en su estructura.

En el caso de los precios al consumidor, en gran medida esto se explica porque a nivel mundial las medidas de restricción de actividad y de movilidad adoptadas para enfrentar la pandemia generaron - con el shock inicial - una contracción de la demanda que redujo las presiones inflacionarias a nivel mundial y local.

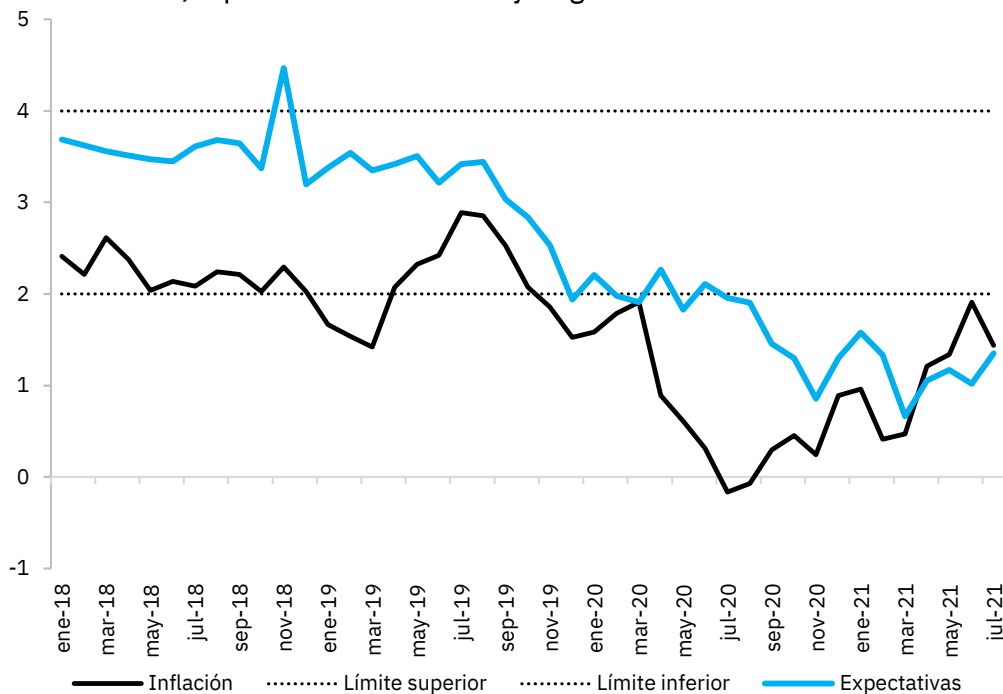
Lo anterior favoreció a que Costa Rica pudiera continuar registrando una tasa de inflación baja, que incluso se mantiene por debajo del rango meta establecido por la autoridad monetaria. En el *Informe Estado de la Nación 2020* se planteó que el bajo ritmo de crecimiento económico a nivel mundial, las menores presiones en los precios de materias primas – en aquel momento, pues desde finales de 2020, empezaron a mostrar un comportamiento distinto – y la contracción y ralentización de la demanda y el gasto internos fueron favorables para que el país mantuviera estabilidad de precios y cambiaria.

Debe recordarse, no obstante, que el proceso de desaceleración de la economía costarricense y, con ella, la persistencia de un bajo ritmo de crecimiento del nivel general de precios en el país es un fenómeno que inició en 2017 y estuvo vinculado principalmente con los efectos del desequilibrio presupuestario gubernamental sobre las condiciones crediticias locales y la confianza de los agentes económicos. En este sentido, el BCCR desde antes de la pandemia mantenía una política monetaria expansiva de bajas tasas de interés, la cual continúa hasta la fecha.

Las mayores presiones en los precios que se observan en los últimos meses del 2020 y principios del 2021 no han significado hasta el momento un cambio significativo en las condiciones de estabilidad macroeconómica, aunque sí pueden significar mayores costos para los hogares más vulnerables.

Entre el 2019 y 2020, la tasa de inflación (variación interanual del IPC) pasó de 1,52% a 0,89% (gráfico 1), esta baja en el indicador refleja las presiones desinflacionarias que se profundizaron con la pandemia. Como se mencionó anteriormente, la pandemia redujo la demanda agregada a nivel mundial y en Costa Rica, lo cual se reflejó como una contracción en el consumo de los hogares, la inversión de las empresas y las exportaciones en el mercado externo. Esta disminución de distintos bienes y servicios generó una baja en los precios que se traduce en una menor inflación. Otros factores que el BCCR destaca que presionaron a la baja los precios fueron la reducción en el precio internacional del petróleo y el estancamiento del crédito al sector privado (BCCR, 2021a).

Gráfico 1
Tasa de inflación, expectativas inflacionarias y rango meta



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

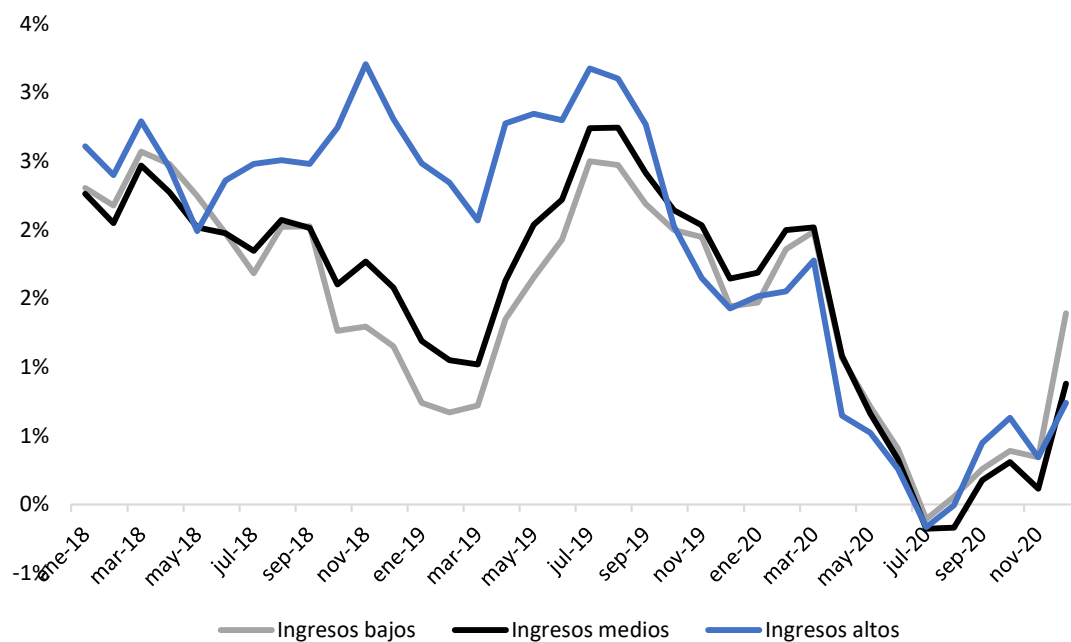
Durante los últimos meses del 2020 se observa una mayor alineación de las expectativas inflacionarias de mercadoⁱ respecto a la variación interanual del IPC, lo cual sugiere que la inflación se mantendría, de acuerdo con lo esperado por los agentes económicos y financieros, por debajo del límite inferior del rango meta establecido por la autoridad monetaria. Dado este contexto, es importante mencionar que, aunque la estabilidad de precios es necesaria para mantener un ambiente propicio para la inversión de las empresas y el consumo de los hogares, bajas tasas de inflación asociadas con presiones deflacionistas reflejan debilidades en la demanda y el gasto internos que terminan asociándose con bajo crecimiento de la producción y generación de puestos de trabajo.

Las variaciones en los precios tienden a incidir de forma diferenciada a los hogares según su nivel de ingreso y patrones de consumo. En este contexto, el INEC estima los cambios en los precios de las canastas de consumo promedio según el nivel de ingreso de las familias: bajo, medio y alto.ⁱⁱ

Durante el 2018 y parte del 2019, las variaciones en los precios afectaron en mayor medida a los hogares de ingreso alto. En el Informe Estado de la Nación 2020 se identifica que estas brechas se explican por los diferentes patrones de consumo, dado que los aumentos en la inflación correspondían principalmente a presiones en el costo del transporte, rubro que representa una quinta parte del consumo de los hogares de ingreso alto, mientras que para aquellas familias de ingreso bajo representa menos del 10%. Con la pandemia, la caída en los precios que se generó durante el 2020 se observa de forma generalizada según nivel de ingreso de los hogares. La tasa de variación interanual de precios fue prácticamente igual entre hogares de ingreso bajo, medio y alto (gráfico 2). Es hasta diciembre del 2020 que se observa una mayor brecha entre hogares, con un mayor aumento en los precios para los hogares de menores ingresos, producto del comportamiento de los precios de algunos alimentos, durante los meses finales de 2020.ⁱⁱⁱ

Gráfico 2

Variación interanual de precios, según estructuras de consumo por estrato de ingreso^{a/} (porcentajes)



a/ Este indicador no se construye con la misma metodología del IPC. El INEC estima las canastas de consumo según estrato de ingreso y, a partir de ellas, calcula los ponderadores de cada producto. La información de la variación en los precios se obtiene de las desagregaciones del IPC.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

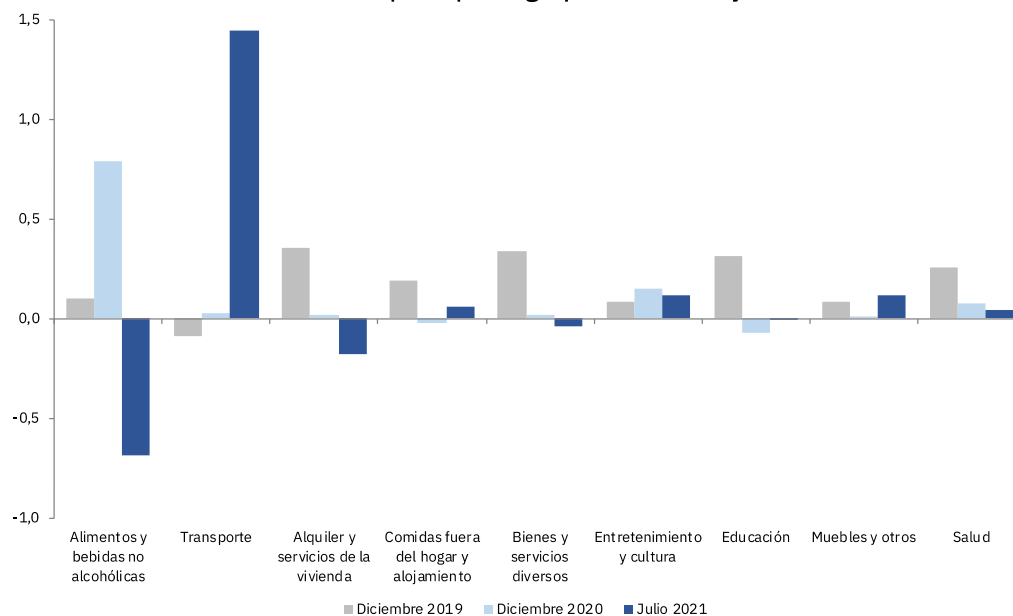
Las bajas presiones inflacionarias del 2020 se vieron contrarrestadas por mayores aumentos en los precios durante el primer semestre del 2021. Con los avances en la cobertura de vacunación en las principales economías del mundo y en Costa Rica, se han reducido las restricciones sanitarias, esta situación ha generado varios efectos: primero, un aumento importante en la demanda agregada y un aumento en los precios de materias primas y en los costos de transporte marítimo a nivel mundial. Ambos efectos generaron presiones sobre los precios, lo cual se reflejó en un aumento de la tasa de variación interanual del IPC entre febrero y junio del 2021, la cual pasó de 0,4% a 1,9%. Además de las presiones inflacionarias externas mencionadas, el aumento sostenido en el tipo de cambio del colón frente al dólar estadounidense desde el segundo trimestre de 2020 también ha contribuido a la aceleración de los precios al consumidor y al productor de manufacturas, a través de su impacto sobre el precio en moneda local de los bienes y servicios transables.

En materia de inflación, además de los elementos señalados arriba, el BCCR (2021b) plantea que es importante considerar que parte del aumento en la tasa de inflación durante el primer semestre del 2021 obedece a lo que se conoce como “efecto base”. Lo anterior significa que al comparar las variaciones interanuales del IPC entre el 2020 y 2021, se está considerando la reducción extraordinaria de precios que se generó al inicio de la pandemia. Sin embargo, cuando se analiza con detalle el indicador del IPC, se identifica que los precios de los bienes y servicios que más sufrieron una contracción durante el 2020 no son los que explican los aumentos que se observan durante el 2021.

En otras palabras, las mayores presiones inflacionarias que se observan en el 2021 no responden a una recuperación de los productos más afectados durante el 2020. Lo anterior se observa con mayor detalle en el gráfico 3. Durante el 2020, las mayores reducciones en el aporte a la inflación fueron por disminuciones en los precios de alquileres, comidas fuera del hogar y alojamiento, educación, salud y bienes y servicios diversos, justamente entre las actividades más afectadas por las restricciones de movilidad y operación que debieron implementarse para procurar detener el contagio del Sars-Cov-2.

Gráfico 3

Efecto acumulado del IPC de los principales grupos de bienes y servicios a la inflación



Fuente: Elaboración propia con datos del INEC.

En cambio, a julio del 2021, el mayor aumento en la tasa de inflación se explica por el fuerte incremento en los precios del componente de transporte de la canasta con la cual se calcula el índice de precios al consumidor, específicamente de aceite, diésel, gas licuado y gasolina. Estos artículos tuvieron tasas acumuladas de crecimiento superior al 30% entre enero y julio del 2021, y generaron que el aporte del transporte a la inflación fuera de 1,45 puntos porcentuales, su comportamiento obedeció, principalmente a las presiones alcistas en las cotizaciones internacionales de los hidrocarburos. Este aumento fue parcialmente contrarrestado por una fuerte contracción en los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas de -0,69 puntos porcentuales.

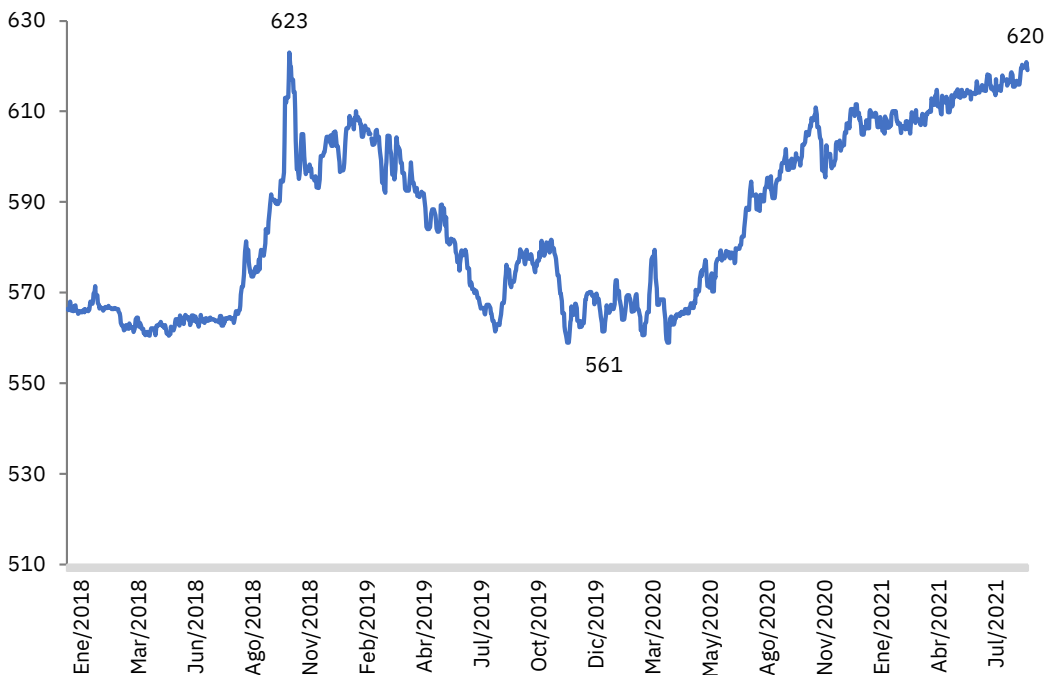
Como resultado del shock pandémico, el colón se deprecia sostenidamente de manera ordenada por la intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario y a la recuperación de la oferta de divisas

El comportamiento del mercado cambiario es un factor determinante en la estabilidad macroeconómica, pues cambios abruptos en la tasa de cambio pueden significar importantes efectos reales – a través de variación en el tipo de cambio real – en la asignación de los recursos productivos (entre sectores transables y no transables) así como financieros (o nominales), por ejemplo, modificaciones en rendimientos de los activos financieros en moneda local y los precios de los bienes y servicios transables. Todos estos efectos tienen implicaciones fundamentales sobre las decisiones de ahorro, inversión y consumo de los hogares y gasto de las empresas.

A pesar de que la pandemia generó un significativo golpe productivo a la economía, y alimentó la incertidumbre de los agentes económicos, al cierre de edición de esta investigación (julio del 2021), el impacto sobre la estabilidad cambiaria ha sido moderado. Entre abril y diciembre del 2020, el tipo de cambio nominal de venta pasó de 565 a 617 colones por dólar (gráfico 4). Durante los primeros meses del 2021, este indicador mantuvo la senda creciente, aunque a un ritmo menos acelerado, y a principios de septiembre se ubicó en 627 colones por dólar.

Gráfico 4

Tipo de cambio nominal de compra (colones por dólar)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Uno de los principales factores que explica las presiones al alza en el tipo de cambio es la fuerte reducción en la entrada de divisas que generaba el turismo, el cual ha sido uno de los sectores más afectados por la pandemia; sin embargo, las presiones alcistas asociadas con esta caída en la oferta de divisas fueron compensadas por la menor demanda derivada de la contracción del

gasto en interno y su reflejo sobre el valor de las importaciones. Además, la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios también favoreció un ajuste ordenado del mercado cambiario.

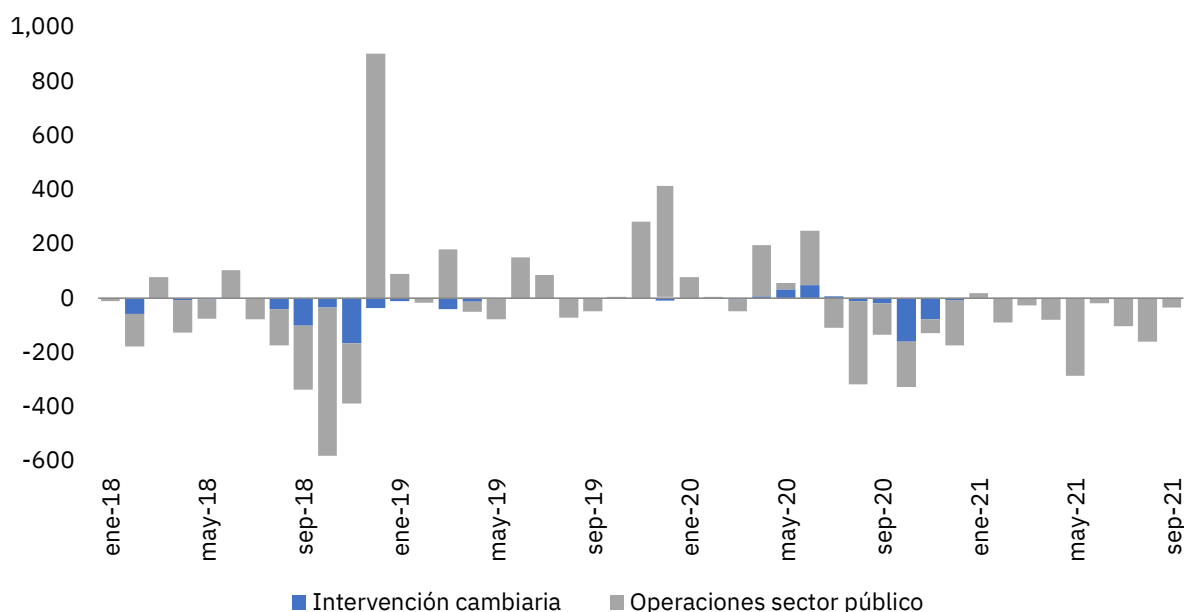
De acuerdo con el BCCR, otros factores que han incidido al alza en el precio del colón por dólar son: la incertidumbre en torno al ajuste en las finanzas gubernamentales y al avance en las negociaciones con el FMI y la duración de la pandemia (BCCR, 2021b).

La tendencia alcista en el precio de la divisa estadounidense se da en un contexto en que las transacciones “privadas^{iv}” en el mercado cambiario local – tanto en las ventanillas de los intermediarios cambiarios como en MONEX – continuaron siendo superavitarias, lo que permitió a la autoridad monetaria adquirir – entre 2020 y septiembre de 2021 – alrededor de US\$2.926 millones en MONEX para cubrir necesidades de divisas del Sector Público no Bancario (SPnB), lo que representó poco más del 70% de los dólares que el BCCR vendió al SPnB en el mismo periodo (US\$4.161 millones).^v

La intervención directa del BCCR en MONEX para enfrentar presiones de mercado ha sido poco frecuente desde enero de 2020, alcanzando menos de US\$290 millones desde entonces y estando concentrada en los meses de septiembre, octubre y noviembre del año pasado (gráfico 5 y 6). De forma que, la mayor parte de la participación de la autoridad monetaria en el mercado para administrar la oferta y demanda de divisas se ha realizado a través de la venta y compra de dólares a nombre del SPnB en MONEX^{vi}, reponiendo parte de lo vendido en términos netos a estas instituciones y empresas públicas directamente de sus activos externos netos.

Gráfico 5

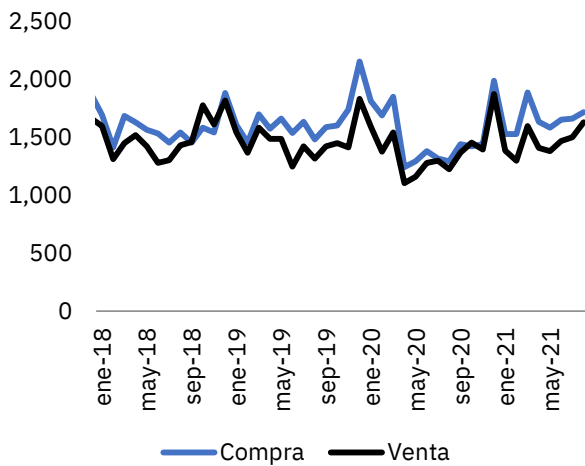
Intervención total del BCCR en el mercado cambiario según tipo de operación
(Compras netas. Millones US\$)



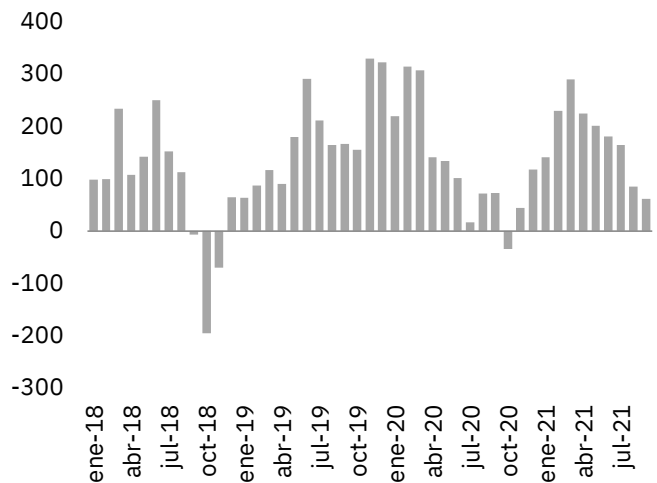
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Gráfico 6

Operaciones en ventanilla intermediarios cambiarios
(Compras menos ventas. Millones US\$)



Saldo neto en ventanilla
(Compras menos ventas. Millones US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

La porción de la demanda de divisas del SPnB que no fue compensada mediante compras en MONEX por parte del BCCR, es el principal determinante de la caída observada en las reservas monetarias internacionales netas en poder del BCCR desde diciembre de 2020 (alrededor de 1.362 millones de dólares). En este sentido, debe señalarse, que buena parte de esos activos externos netos se acumularon en 2019, justamente mediante el mecanismo que establece que el BCCR adquiere los dólares que el Gobierno Central requiere cambiar por colones y que ha obtenido mediante financiación externa multilateral (préstamos de apoyo presupuestario) o emisiones internacionales de deuda con el objetivo de financiar su presupuesto anual (durante el 2019, el BCCR acumuló reservas monetarias internacionales netas por alrededor de 1.417 millones de dólares).

Este comportamiento del BCCR en el mercado cambiario condujo, como se mencionó antes, a una tendencia sostenida de depreciación de la moneda local en ausencia de presiones de demanda o volatilidad significativas, diferenciándose en ese sentido de lo sucedido en otro periodo de tensiones macrofinancieras más acentuadas como fue el segundo semestre de 2018.

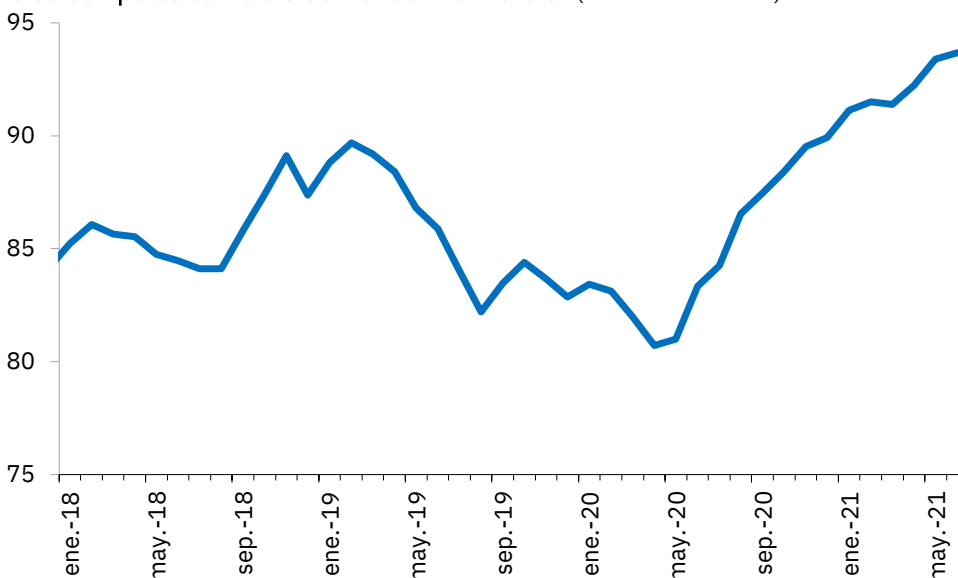
La decisión de la autoridad monetaria local condujo no sólo a una depreciación nominal del colón, sino que, además, junto con el resurgimiento de presiones inflacionarias en los principales socios comerciales del país, a una depreciación real, un aspecto clave para propiciar el ajuste de la economía ante el shock que significó la pandemia – la depreciación real aumenta la rentabilidad de los sectores que producen bienes transables, ya sea exportables o que compiten con las importaciones, de esta forma contribuye a mejorar los balances externos al propiciar el crecimiento de las exportaciones y encarecer los bienes importados – y, particularmente, ante la posibilidad de que el proceso político en torno al ajuste en las finanzas gubernamentales pudiera generar incertidumbre (gráfico 7).

Durante el segundo semestre de 2021, los bajos rendimientos de los activos financieros en moneda local pueden jugar un rol mayor en la determinación del tipo de cambio. Básicamente a

través del impacto del arbitraje de tipos de interés sobre la demanda de divisas, en particular, los bajos rendimientos en colones aumentan la demanda por activos financieros en moneda extranjera – tanto locales como externos – e indirectamente alimentan la demanda de dólares en el mercado cambiario. En este sentido, aunque positivo para los resultados fiscales y el déficit gubernamental, la baja en los rendimientos de la deuda pública en los mercados secundarios y las bajas tasas de interés de los depósitos en colones pueden alimentar presiones cambiarias en el futuro.

Gráfico 7

Índice de tipo de cambio efectivo real multilateral (Base 1997=100)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Una política monetaria contra cíclica y cambios extraordinarios en los conjuntos monetarios durante el shock pandémico caracterizaron las condiciones financieras durante los últimos meses

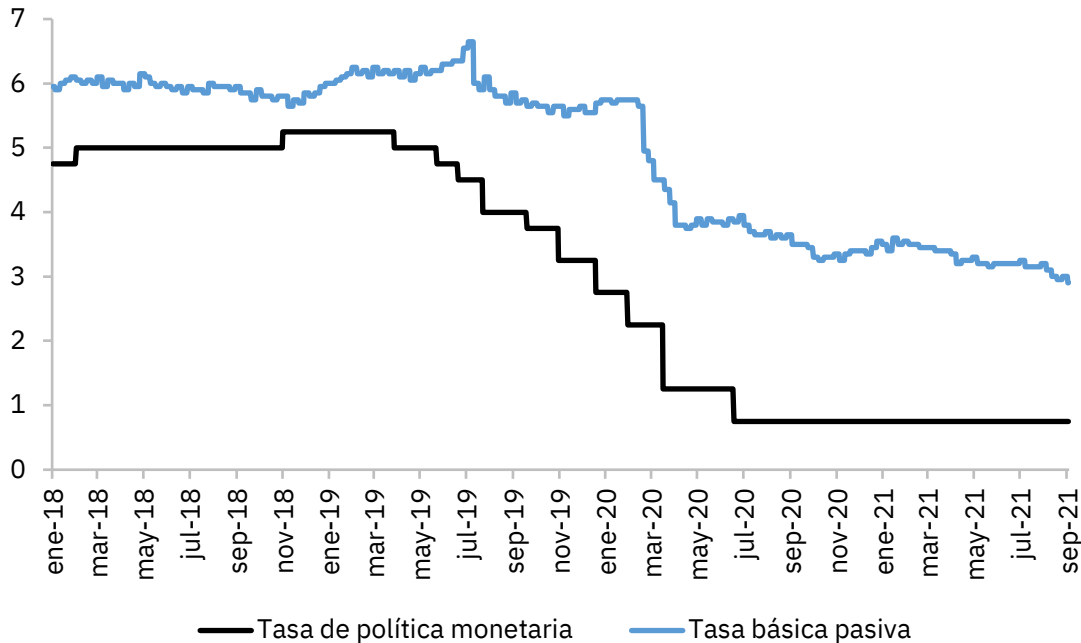
Dado el golpe productivo generado por la pandemia, el BCCR mantuvo y fortaleció la política monetaria expansiva (contra cíclica), que procura flexibiliza las condiciones financieras – liquidez y tipos de interés – con el fin de estimular la demanda y, a través de ella, la recuperación de la actividad productiva y el nivel de empleo.

En este contexto, la primera medida que implementó el BCCR fue mayores reducciones en la tasa de política monetaria (TPM). Desde antes de la pandemia, la Autoridad Monetaria venía reduciendo la TPM, entre enero y marzo del 2020 este indicador pasó de 2,75% a 1,25%, en respuesta a la desaceleración de la economía y al aumento en la brecha de producto (gráfico 8). Con la pandemia, el BCCR procuró flexibilizar aún más las condiciones financieras reduciendo los tipos de interés, por lo que redujo la tasa de referencia de la política monetaria hasta 0,75% en junio del 2020, nivel que se mantiene hasta la fecha.

Esta política del BCCR ha tenido una respuesta en el mercado, siendo uno de los factores – junto con el cambio en la estructura de captación de los intermediarios financieros hacia depósitos a la vista^{vii} – que ha conducido a importantes reducciones de la Tasa Básica Pasiva y las tasas de préstamo en moneda local, especialmente durante el 2020.

Gráfico 8

Tasa de política monetaria y tasa básica pasiva (porcentaje)



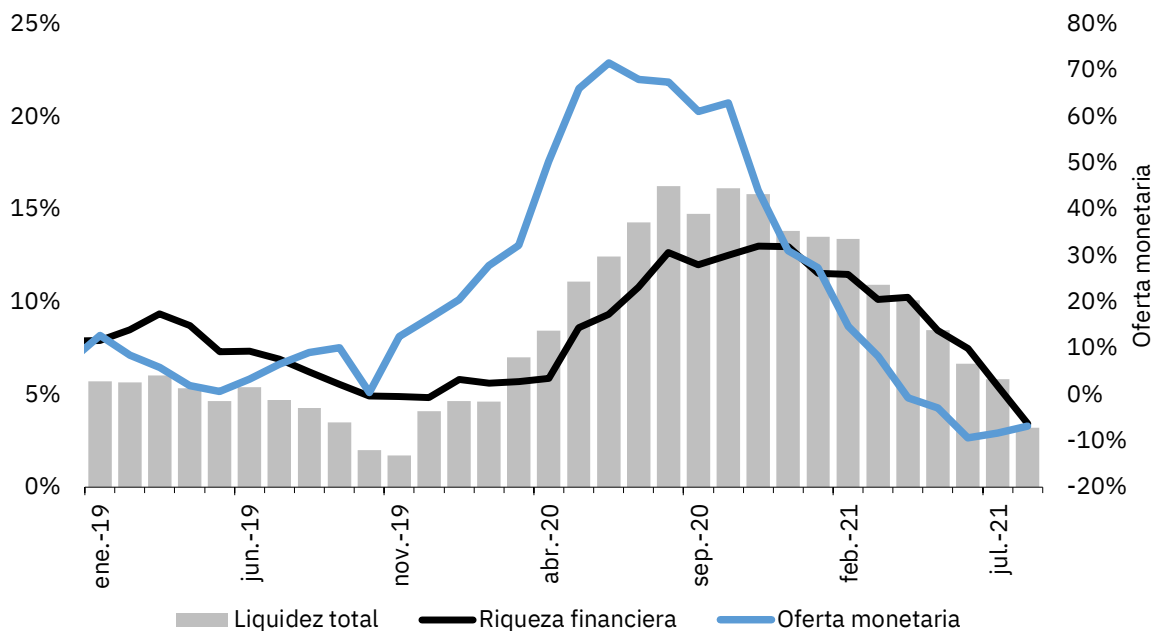
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Otras medidas que implementó el BCCR para facilitar las condiciones financieras y de liquidez en el mercado financiero fueron la compra, en el mercado secundario de títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda por 250.000 millones de colones durante momentos en que se presenten tensiones de liquidez sistémica y la implementación de una facilidad de financiamiento a mediano plazo para los intermediarios financieros regulados que permitiera dirigir recursos de emisión de la autoridad monetaria hacia el otorgamiento y la reestructuración (cambio en las condiciones originales de plazo y tipos de interés) de préstamos a las empresas y hogares afectados por el *shock* pandémico y, especialmente, compensar los efectos de una concentración elevada de la financiación de los bancos vía depósitos a la vista y de corto plazo.

La política monetaria contra cíclica, la contracción del gasto durante los primeros meses del shock pandémico que elevó de manera súbita y no deseada el ahorro de aquellos hogares con recursos ociosos y el comportamiento de los agentes económicos – por ejemplo, una mayor preferencia por activos líquidos con el fin de enfrentar la incertidumbre y las vicisitudes asociadas al shock pandémico durante sus primeros meses – se reflejaron en un aumento sustancial de la liquidez total en el sistema financiero, particularmente de los depósitos bancarios, especialmente de los depósitos a la vista (gráfico 9).

Gráfico 9

Liquidez total, oferta monetaria y riqueza financiera (Variación interanual porcentual)

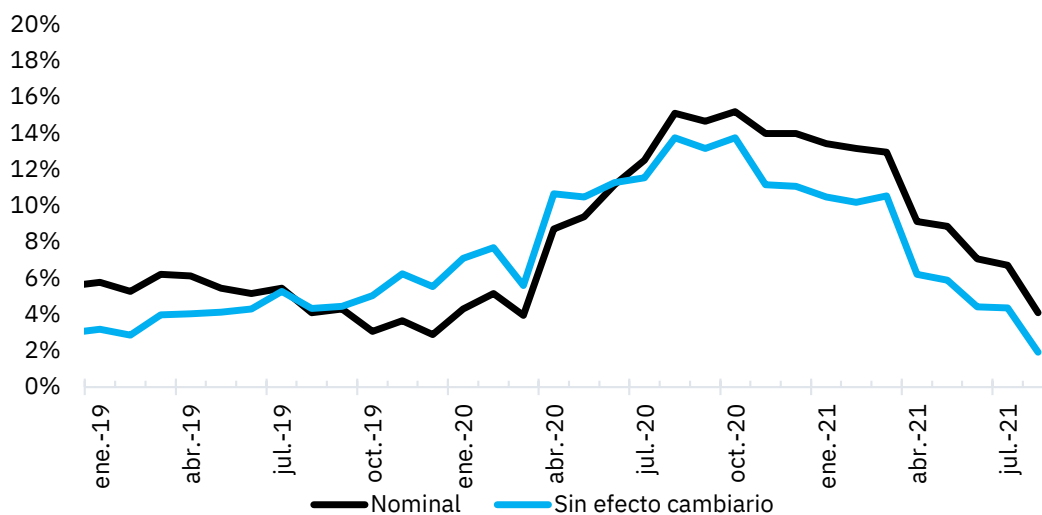


Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

De esta forma, a partir de abril de 2020, tanto la liquidez total como la riqueza financiera del sector privado empezaron a acelerarse sustancialmente, registrando hacia septiembre de 2020, ritmos de crecimiento interanual superiores al 10%, producto principalmente de un fuerte crecimiento en los depósitos a la vista – depósitos en cuenta corriente y ahorro – tanto en moneda local como extranjera (gráfico 10).

Gráfico 10

Depósitos totales (Variación porcentual interanual)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

No obstante, ese aumento fue de corta duración, como se deduce de las tasas de crecimiento interanual que empiezan a declinar marcadamente desde octubre de 2020, hasta ubicarse por debajo de 5% en términos nominales y alrededor de 2%, una vez descontado el efecto cambiario, en agosto de 2021.

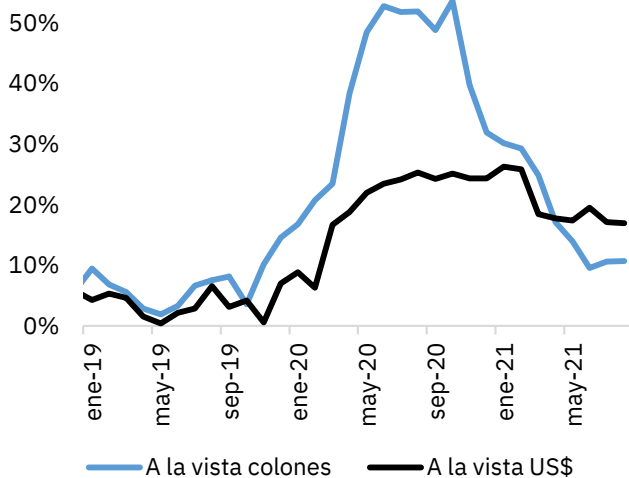
Como se señaló, el aumento en las captaciones de los intermediarios financieros está relacionado casi exclusivamente con el aumento en los depósitos a la vista (gráfico 11).

De esta forma, los denominados en moneda local mostraron un ritmo interanual crecimiento superior al 45% entre mayo y noviembre de 2020, en tanto que los denominados en moneda extranjera lo hicieron a un ritmo menos, de entre 15% y 25%, pero durante más tiempo. En contraste, los depósitos a plazo fijo han estado decreciendo sistemáticamente desde inicios de 2020, como resultado, principalmente del menor apetito de los inversionistas por activos bancarios de plazo mayor y, particularmente, porque los intermediarios financieros no requieren captar a plazo, pues el crédito al sector privado se ha mantenido, en términos generales, estancando desde 2018.

Gráfico 11

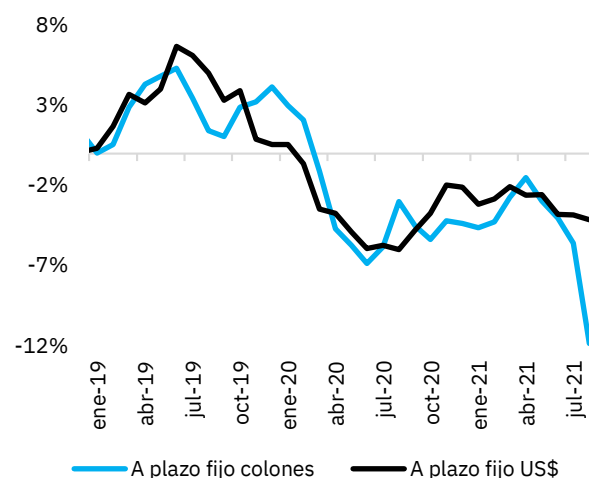
Depósitos a la vista

(Tasa de variación interanual %)



Depósitos a plazo fijo

(Tasa de variación interanual %)

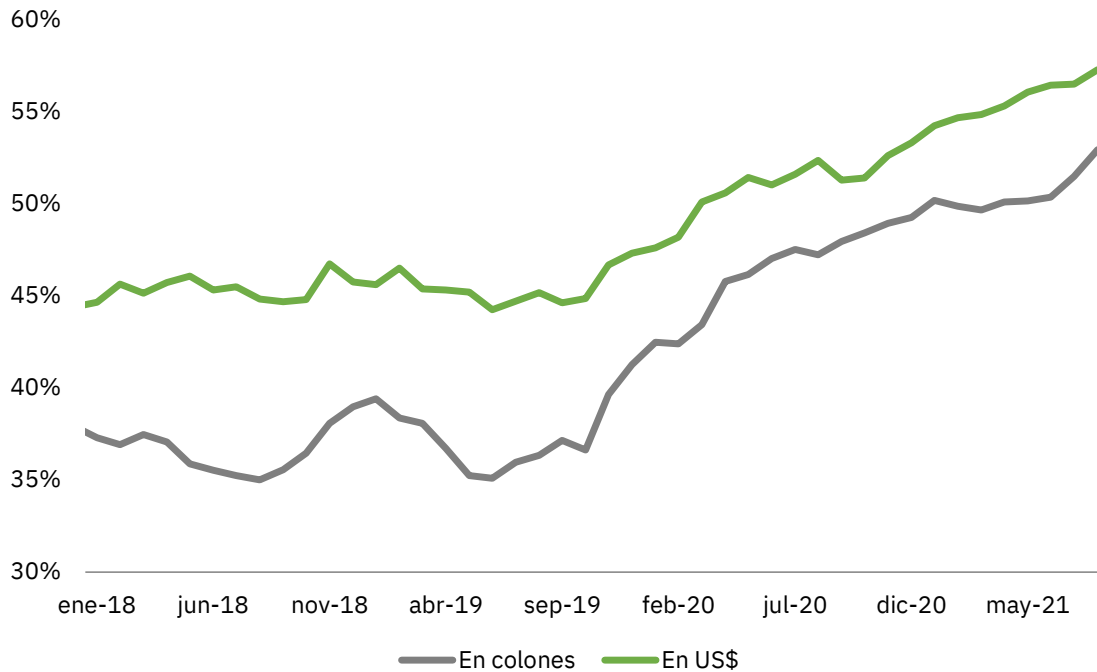


Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Como resultado de este comportamiento observado en las captaciones de los intermediarios financieros, la proporción de depósitos a la vista – cuenta corriente y de ahorro – en el total se incrementó sustancialmente, pasado de 45% a 57% en el caso de los denominados en moneda extranjera y de 37% a 53% los denominados en colones (gráfico 12). Este fuerte cambio en la estructura de las captaciones del sistema financiero según plazos observado al finalizar el primer trimestre del año pasado – con el inicio del shock pandémico – explica buena parte de la caída en la tasa básica pasiva observada entre marzo y mayo de 2020, pues debe recordarse que la

TBP es un promedio ponderado de los tipos de captación de la banca, de manera que aumento en la proporción de los depósitos a la vista que pagan menores tipos de interés redujo el nivel de dicha tasa de referencia en moneda local.

Gráfico 12
Depósitos a la vista como proporción de los depósitos totales
(Como % de los depósitos totales en cada moneda)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

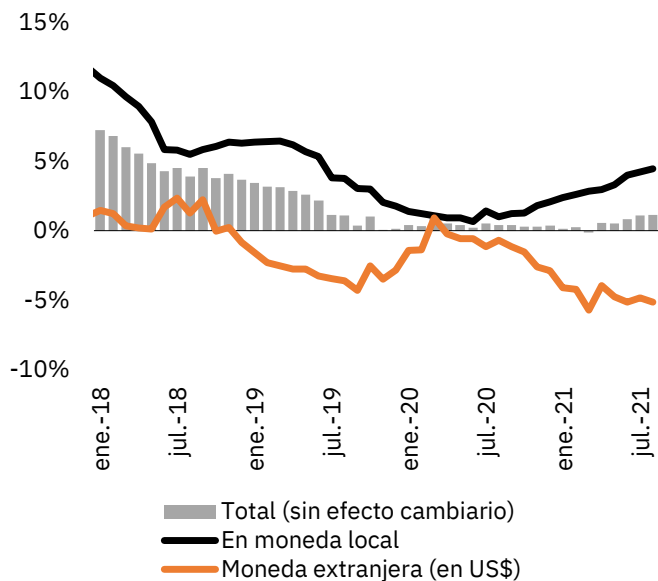
Estos hallazgos son un elemento de riesgo que los bancos deban gestionar con atención, pues implica que están más expuestos a riesgos de liquidez. También desde la perspectiva macroprudencial y macroeconómica hay implicaciones importantes, estas tenencias de activos líquidos por parte de las empresas y las familias es temporal, tarde o temprano se trasladarán a gasto o a otros tipos de activos – locales o externos – que generen mayores rendimientos, lo que puede afectar los balances de los intermediarios financieros.

Intermediarios financieros extraordinariamente líquidos y estancamiento de la colocación de crédito al sector privado facilitaron la financiación gubernamental

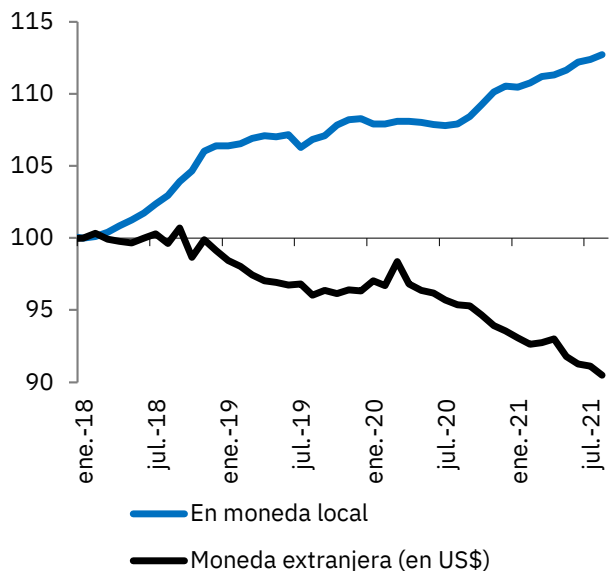
El lento crecimiento del crédito al sector privado continuó siendo la norma en el 2020 y durante los primeros meses de 2021 (gráfico 13). Continuando con la tendencia observada desde el 2018 y que se caracterizó por la pérdida paulatina de dinamismo de la colocación de préstamos a las familias y las empresas.

Gráfico 13

Crédito al sector privado
(Variación porcentual interanual)



Crédito al sector privado
(Índice Enero 2018=100)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

De esta forma, al cierre del 2020, el saldo del crédito al sector privado mostró un crecimiento anual de apenas 0,4%, excluyendo el efecto de las variaciones en el tipo de cambio. El crédito en colones registró en el mismo lapso una variación de 2,1%, en tanto que el entregado en dólares se contrajo -2,9%.

Durante los primeros meses estas tendencias se mantuvieron, registrando una modesta aceleración el saldo de las operaciones crediticias al sector privado entregadas por el sistema financiero hasta 1,2% (sin efecto cambiario) en agosto de 2021, que se desglosa en una aceleración de las operaciones en colones (crecimiento interanual de 4,5% en agosto de 2021) y una mayor contracción en el caso de las operaciones en moneda extranjera, que registraron una caída interanual de -5,1% al mes de agosto de 2021.

Diversos factores están detrás de este comportamiento de los saldos de crédito al sector privado, por una parte, a la incertidumbre en torno a la situación financiera y económica del país, en el 2020, se le sumó la asociada con el shock pandémico, lo que se reflejó en una menor demanda de crédito por parte de los hogares y las empresas y, por supuesto, en una actitud más conservadora de la banca comercial a la hora de financiar al sector privado.

Además, cambios legales y regulatorios han incidido sobre la evolución del crédito bancario al sector privado, particularmente la normativa prudencial que ha procurado desincentivar el otorgamiento de préstamos en moneda extranjera y, más recientemente, las modificaciones

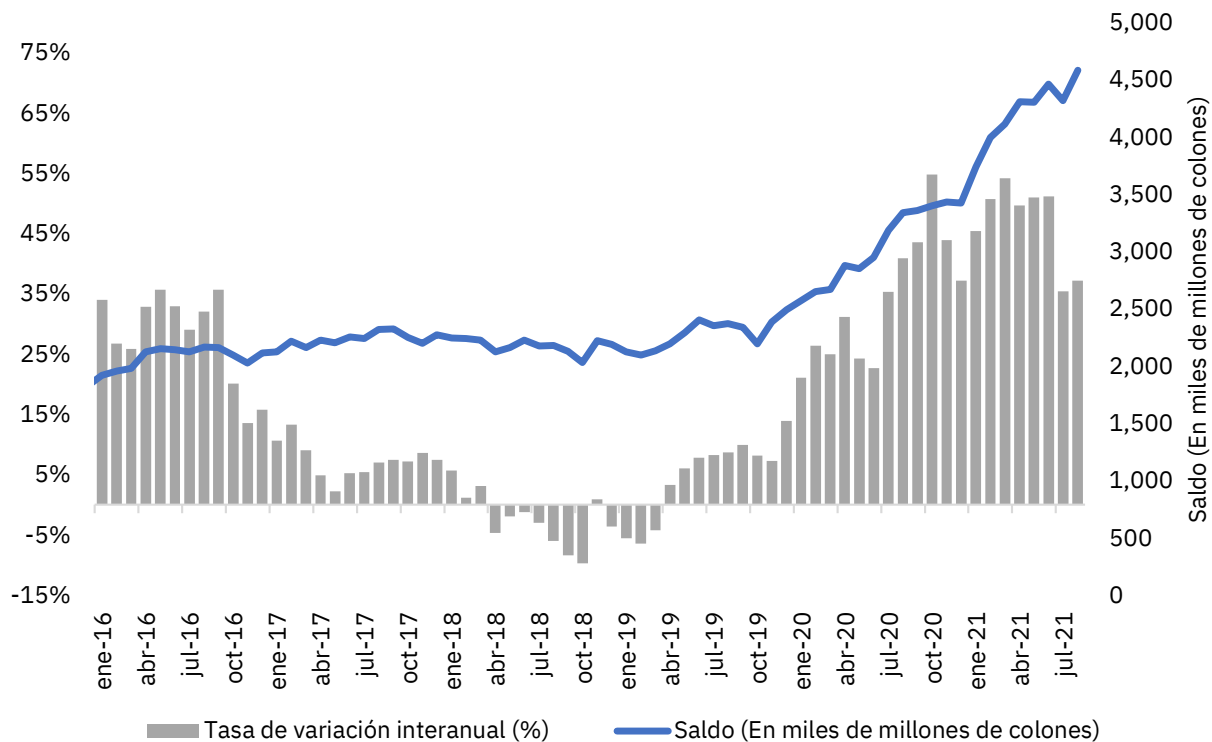
legales que establecieron tope máximo a los tipos de interés. El primero de los cambios regulatorios explica, en buena medida, el porqué el saldo de las operaciones de crédito en moneda extranjera ha venido declinando a lo largo del tiempo desde finales de 2018.

La combinación de un muy bajo crecimiento del crédito al sector privado e intermediarios financieros extraordinariamente líquidos – como se analizó en los párrafos anteriores – favoreció la financiación gubernamental. Pues, especialmente los bancos de propiedad estatal dedicaron la liquidez excedente en moneda local que mantenían en sus balances para adquirir deuda gubernamental, con lo cual aumentó considerablemente la tenencia de estos instrumentos en el activo de estos intermediarios financieros y en el sistema en general. De esta forma, entre finales de 2019 y agosto de 2021, el saldo del crédito del sistema financiero al Gobierno Central (i.e. la tenencia de bonos gubernamentales por parte de los intermediarios financieros) pasó de 2,2 billones de colones a 4,6 billones de colones, es decir, un aumento de 108,7% en ese lapso (gráfico 14).

Gráfico 14

Crédito corriente neto del sistema financiero (excluido el BCCR) al gobierno central

(En miles de millones de colones y tasa de variación interanual %)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Este mayor apetito de la banca por la deuda del Gobierno Central cambió sustancialmente la estructura de financiación gubernamental, de manera que, en 2020, más del 50% del cambio neto en la deuda gubernamental fue explicada por el aumento en las tenencias de los bancos comerciales y, al primer semestre, ese porcentaje se incrementó al 80%, muy por encima de la participación que históricamente mostraban los intermediarios financieros.

De cara a los próximos meses, la normalización en el crecimiento de los depósitos y la liquidez de los intermediarios financieros anticipa que esta ventana de financiamiento para el gobierno central se estaría cerrando pronto, lo que conduciría – en ausencia de préstamos externos o de avances en el proceso de ajuste en las finanzas gubernamentales que mejore el riesgo de crédito soberano – a mayores dificultades y costos de financiación gubernamentales.

Para la banca comercial, las tenencias de deuda gubernamental entrañan riesgos financieros, no sólo asociados con los riesgos de incumplimiento, sino particularmente con el hecho de que los mercados de deuda gubernamental costarricense son relativamente ilíquidos, de manera que, si los bancos requirieran vender en el mercado secundario estos activos en caso de que cambiaran los niveles de depósitos o se incrementaran la demanda de crédito al sector privado, el proceso no necesariamente sería sencillo y podría conducir a ajustes a la baja en los precios de los activos importantes.

Bibliografía

BCCR (2021a). Programa Macroeconómico Banco Central de Costa Rica 2021-2022

BCCR (2021b). Revisión del Programa Macroeconómico Banco Central de Costa Rica 2021-2022
Julio 2021

ⁱ Recientemente el BCCR implementó una nueva metodología para estimar las expectativas de inflación a partir las transacciones de bonos de deuda pública en el mercado. Anteriormente se utilizaba una encuesta en la que se le consultaba a informantes clave sobre los niveles que esperaban se ubicara la inflación. Rodríguez (2019) muestra que la metodología anterior tenía sesgos en como los agentes formulaban sus expectativas, las cuales además la realizaban con poca información.

ⁱⁱ Este indicador no se construye con la misma metodología del IPC. El INEC estima las canastas de consumo según estratos de ingreso y, a partir de ellas, calcula los ponderadores de cada producto. La información de la variación en los precios se obtiene de las desagregaciones del IPC.

ⁱⁱⁱ Los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas llegaron a acelerarse hasta un ritmo interanual superior al 4,0% entre octubre y enero de 2021, debido al comportamiento de los precios de alimentos perecederos.

^{iv} En el sentido de no realizadas por entidades o instituciones del denominado Sector Público no Bancario (SPnB).

^v Desde el 2016, el BCCR estableció un mecanismo para atender directamente las transacciones de divisas – tanto compra como venta de dólares estadounidenses – del Sector Público no Bancario (SPnB), de manera que estas instituciones no deben acudir al mercado bancario ni a MONEX cuando requieren comprar o vender divisas. De esta forma, las transacciones en divisas de ICE, RECOPE, el Gobierno Central y otras instituciones públicas no financieras son atendidos por la autoridad monetaria de sus reservas monetarias internacionales, de esta manera se procura evitar que por su monto o momento en que se realicen generen presiones o volatilidad en el mercado cambiario privado. El BCCR luego se encarga de llevar esa demanda u oferta de divisas a MONEX en un momento más apropiado desde el punto de vista de las condiciones del mercado de cambios local, con el fin de administrar la oferta y demanda de dólares estadounidenses y reducir presiones y volatilidad.

^{vi} Como se observa de las cifras señaladas en el párrafo anterior, estas transacciones son importantes pues debido a que por razones institucionales – el monopolio estatal sobre la refinación y distribución de combustibles – incluyen por ejemplo el valor de toda la factura de hidrocarburos del país.

^{vii} Como se observa en el gráfico, la mayor parte del ajuste a la baja en la TBP en 2020 se dio entre los meses de febrero y abril, justamente coincidiendo con el cambio abrupto en el nivel y en la composición de los depósitos bancarios, en especial, de los denominados en colones y a la vista.